

Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

Disertační práce

Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů

Uncertificated securities in financial law

Ing. Mgr. Eva Matyášová

Školitel: Prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc.

Praha, červen 2012

Prohlašuji, že jsem předkládanou disertační práci vypracovala samostatně, všechny použité prameny a literatura byly řádně citovány a práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 27. června 2012

Eva Matyášová

Poděkování

Ráda bych tímto poděkovala vedoucímu mé disertační práce panu prof. JUDr. Milanu Bakešovi, DrSc. za pomoc při zpracování této práce.

V Praze dne 27. června 2012

Eva Matyášová

OBSAH

OBSAH.....	4
ÚVOD.....	6
1 ROLE CENNÝCH PAPÍRŮ V KONTEXTU SYSTÉMU FINANČNÍHO TRHU	11
1.1 POJEM, PODSTAT A FUNKCE FINANČNÍHO TRHU	11
1.2 VYMEZENÍ KAPITÁLOVÉHO TRHU A JEHO STRUKTURA	14
1.3 HISTORICKÝ VÝVOJ CENNÝCH PAPÍRŮ A KAPITÁLOVÉHO TRHU	16
1.4 PRÁVO KAPITÁLOVÉHO TRHU A JEHO SYSTEMATICKÉ ZAŘAZENÍ.....	19
1.4.1 Vnitrostátní prameny práva a jejich historický vývoj	21
1.4.2 Evropské právo	28
2 ZAKNIHOVANÉ CENNÉ PAPÍRY	30
2.1 PODSTAT A FUNKCE CENNÝCH PAPÍRŮ.....	30
2.2 DOKTRINÁLNÍ A LEGISLATIVNÍ VYMEZENÍ POJMU CENNÝCH PAPÍRŮ	34
2.3 VZNIK A POJEM ZAKNIHOVANÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ A TENDENCE K OBLIGATORNÍ DEMATERIALIZACI	38
2.4 PRÁVNÍ POVAHA ZAKNIHOVANÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ	44
2.5 VYDÁNÍ CENNÝCH PAPÍRŮ	47
2.6 K MOŽNOSTI VYDÁVÁNÍ NEPOJMENOVANÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ.....	52
2.7 PRÁVNÍ STATUS CENNÝCH PAPÍRŮ	55
2.8 ROZDÍLY VE VYMEZENÍ ZAKNIHOVANÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ PODLE ZÁKONA O CENNÝCH PAPÍRECH A ZÁKONA O PODNIKÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU	58
2.8.1 Vztah úpravy cenných papírů v zákoně o cenných papírech k jiným právním předpisům.....	61
2.9 ZASTUPITELNOST CENNÝCH PAPÍRŮ	62
2.9.1 Přeměna podoby cenného papíru	65
2.10 NÁLEŽITOSTI CENNÉHO PAPÍRU	66
3 EVIDENCE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ.....	69
3.1 OD EVIDENCE STŘEDISKA CENNÝCH PAPÍRŮ PO CENTRÁLNÍ DEPOZITÁŘ CENNÝCH PAPÍRŮ	69
3.2 ZÁKLADNÍ PRINCIPY FUNGOVÁNÍ EVIDENCE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ PODLE ZÁKONA O PODNIKÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU.....	75
3.3 INVESTIČNÍ NÁSTROJE	79

3.3.1	Investiční nástroje vs. cenné papíry	81
3.4	CENTRÁLNÍ EVIDENCE CENNÝCH PAPÍRŮ	82
3.4.1	Provozní řád centrálního depozitáře.....	86
3.5	SAMOSTATNÁ EVIDENCE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ A EVIDENCE NAVAZUJÍCÍ NA SAMOSTATNOU EVIDENCI.....	92
3.6	MAJETKOVÉ ÚČTY A VÍCESTUPŇOVOST EVIDENCE	97
3.6.1	Majetkové účty	97
3.6.2	Zápisy do evidence investičních nástrojů a jejich účinky	110
3.7	KONCEPT NOMINEE ÚČTŮ	115
3.8	CHARAKTER ČESKÉ PRÁVNÍ ÚPRAVY EVIDENCE CENNÝCH PAPÍRŮ	118
4	CENTRÁLNÍ DEPOZITÁŘ CENNÝCH PAPÍRŮ	121
4.1	POVOLENÍ K ČINNOSTI CENTRÁLNÍHO DEPOZITÁŘE.....	122
4.1.1	Obecné předpoklady a připravenost vést centrální evidenci	124
4.1.2	Věcné, organizační a personální předpoklady	125
4.1.3	K možnosti existence více centrálních depozitářů.....	128
4.1.4	Sporné otázky kolem ukončení činnosti centrálního depozitáře.....	130
4.1.5	Specifika některých evropských centrálních depozitářů	133
4.2	EVROPSKÁ LEGISLATIVA UPRAVUJÍCÍ ČINNOST CENTRÁLNÍCH DEPOZITÁŘŮ.....	135
4.2.1	Původ návrhu.....	135
4.2.2	Obsah návrhu a jeho dopady na český kapitálový trh.....	137
5	K REGULACI A DOHLEDU NAD EVIDENCÍ INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ	143
5.1	VÝCHODISKA A CÍLE REGULACE A DOHLEDU	144
5.2	POSTAVENÍ, PŮSOBNOST A PRAVOMOCI ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY V OBLASTI DOHLEDU NAD VEDENÍM EVIDENCE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ	147
5.3	KONKRÉTNÍ NÁSTROJE DOHLEDU NAD OSOBAMI VEDOUcíMI EVIDENCI INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ	150
	ZÁVĚR.....	153
	POUŽITÁ LITERATURA	165
	RESUMÉ.....	176
	ABSTRACT	179

ÚVOD

Kapitálové trhy, které společně s trhy peněžními tvoří finanční trh, jsou místem, kde se soustřeďuje obrovské množství finančních prostředků a prostřednictvím obchodů s investičními instrumenty dochází k jejich přerozdělování od subjektů, které jich mají přebytek, k subjektům s jejich nedostatkem. Kapitálový trh tak představuje systém institucí a nástrojů, které zabezpečují pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu prostřednictvím různých forem finančních nástrojů mezi jeho účastníky, přičemž nejčastějšími finančními nástroji kapitálového trhu jsou cenné papíry a deriváty.

Zcela základním předpokladem vzniku, existence a rozvoje kapitálového trhu je vzájemná důvěra mezi jeho účastníky, zajištění rovných podmínek na trhu pro všechny jeho účastníky a omezení některých rizik. Dnes již klasická studie La Porty a Lopéze-de-Silanése potvrzuje, že efektivní fungování kapitálových trhů také přispívá k dlouhodobému růstu ekonomiky. Rovněž vzhledem k obrovskému množství kapitálu, který se na kapitálovém trhu vyskytuje a nebezpečí negativního ovlivnění celého hospodářství v případě jeho větších problémů, je naprosto nezbytná důsledná ochrana kapitálového trhu, jejíž cíle a metody se samozřejmě promítají do toho, jak jsou jednotlivé subjekty kapitálového trhu regulovány a jakým způsobem je ochrana účastníkům trhu poskytnuta.

Kvalitní právní úprava problematiky cenných papírů a nakládání s nimi je tak esenciálním předpokladem pro řádné a efektivní fungování každé tržní ekonomiky. Ještě specifičtější je pak situace u imobilizovaných a zaknihovaných cenných papírů – ty se totiž stávají celosvětově převažující podobou cenných papírů. Účel vzniku dematerializovaných cenných papírů je zřejmý – manipulace s listinnými cennými papíry je nepohodlná a nepraktická a obchodování jen obtížně proveditelné, navíc s vyššími náklady. Nespornou nevýhodou listinných cenných papírů je též jejich menší bezpečnost, když může poměrně lehce dojít k jejich odcizení nebo zničení. Většina cenných papírů proto dnes existuje pouze ve formě elektronických záznamů v evidencích centrálních depozitářů a tzv. custodianů.

Odlišná podoba zaknihovaných cenných papírů a způsob nakládání s nimi determinuje jejich specifickou povahu a nutnost zvláštní právní úpravy na rozdíl od listinných cenných papírů. Do hry též zásadním způsobem vstupují prvky veřejnoprávní regulace institutu zaknihovaných cenných papírů, a to zejména v úpravě způsobu vedení evidence a jejího institucionálního zajištění.

Zajímavostí je, že i přes velmi detailní regulaci ostatních institutů a poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu evropskou legislativou, institucionální regulace evidence cenných papírů se v současné době na evropské úrovni teprve připravuje a soukromoprávní úprava cenných papírů prozatím není unifikována vůbec.

Práce si klade za cíl zmapování současné úpravy *de lege lata* i *de lege ferenda* a aplikační praxe, tedy postihnout hlavní aspekty a teoretické i praktické problémy platné právní úpravy, a nastínit návrhy změn právní úpravy institutu zaknihovaných cenných papírů a jejich evidence, jež zejména s ohledem na obrovský rozmach obchodování s cennými papíry, kterého jsme svědky zvláště v posledních dvou dekádách, nabývá enormní důležitosti. Postupný příklon k imobilizaci a zaknihování cenných papírů a odlišnosti spojené s jejich vydáváním, existencí, a nakládáním s nimi, s sebou přináší nové postupy a rizika a tedy i potřebu přizpůsobení právní úpravy cenných papírů této situaci. Přestože právní úprava evidencí a činnosti centrálního depozitáře cenných papírů obsažená v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu se o uvedené změny snažila a přiblížila český kapitálový trh standardu vyspělých zemí, některé problémy stále zůstávají a například institut zásadního významu, jakým je nepřímá držba cenných papírů, zůstává českým právem prakticky opomenut. Práce se samozřejmě zabývá i probíhajícími legislativními změnami, které se připravují na evropské úrovni a budou ve velmi blízké době promítnuty do českého práva. Ve všech případech upozorňuji na rizika, která z dané úpravy vyplývají nebo dle mého názoru vyplývat mohou.

Práce je založena na selektivním rozboru několika dílčích témat, přičemž bylo při rozhodování o detailnosti jejich rozboru přihlíženo k otázkám, které jsou spojeny

s aplikačními nebo interpretačními problémy. V disertační práci je dokumentován vliv legislativních změn týkajících se vymezení a povahy zaknihovaných cenných papírů a přechodu na dvoustupňovou evidenci zaknihovaných cenných papírů na praktickou činnost i trend jejího vývoje, zejména s ohledem na připravovanou evropskou legislativu v této oblasti. V závěru práce je konstatováno, že česká právní úprava v České republice až na výjimky celkově sleduje vývoj na vyspělých kapitálových trzích, byť v některých oblastech s různou mírou zpoždění.

Úskalím práce na toto téma je nedostatek jak domácí tak zahraniční odborné právnické literatury, vyplývající dle mého názoru zejména z malé angažovanosti odborníků z praxe v akademické oblasti a samozřejmě též nepříliš dlouhé historie aplikace platné právní úpravy. Lze předpokládat, že důvodem bude též rychlý vývoj v této oblasti, díky kterému každá teoretická práce nutně brzo zastarává. Kromě v závěru uvedených monografií a v menší míře též komentářů, vycházím zejména z materiálů publikovaných orgány Evropské unie, mezinárodních organizací, několika rozhodnutí tuzemských soudů, jež se k problematice bezprostředně vztahují, článků v odborném tisku a jiných veřejně dostupných informací a v nemalé míře též z vlastních poznatků z praxe v oboru.

Pokud jde o metody práce, vycházím zejména z metod deskripce, analýzy a komparace, které považuji vzhledem k tématu práce za zásadní; v menší míře byly uplatněny metody indukce, dedukce a hypotézy.

První kapitola práce Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů je spíše popisná a zabývá se ekonomickou podstatu fungování systému finančního trhu a místem které v tomto systému cenné papíry jako celek zaujímají. Nedomnívám se totiž, že o tak specifickém institutu neoddělitelně prolínajícím prvky práva a financí, kterým cenné papíry jsou, lze hovořit bez jejich zasazení do hospodářského kontextu. Pochopení ekonomické podstaty a smyslu existence cenných papírů a jejich role v systému národního hospodářství může být v některých aspektech zásadní. Více než kdekoli jinde zde také platí, že právní úprava spíše než že by vytvářela nová pravidla, následuje reálný vývoj a snaží

se jej v právních předpisech zachytit. Základní instituty a pojmy, jako například finanční trh, cenný papír (s výhradou) nebo deriváty a jejich jednotlivé druhy, také nejsou definovány právem, ale právo vychází z ekonomické teorie. Po krátkém historickém úvodu, který také ukazuje, jak se v průběhu doby měnila funkce cenných papírů, v zájmu stanovení koncepce celé práce vymezuji limity finančněprávního pojetí úpravy zaknihovaných cenných papírů. Právo kapitálového trhu totiž reguluje jak soukromoprávní vztahy vznikající v souvislosti s obchodováním s investičními nástroji – tedy spojené se samou podstatou existence kapitálového trhu – tak také činnost subjektů na kapitálovém trhu působících a poskytuje ochranu jeho řádnému fungování.

Druhá kapitola je věnována pojmu, legislativnímu vymezení a právní povaze cenných papírů, samozřejmě v kontextu historického vývoje a relevantní judikatury, a to s důrazem na zaknihované cenné papíry. Za zásadní považuji otázky vydávání cenných papírů a jejich právního statusu. Důležitou součástí kapitoly je též rozbor rozdílů ve vymezení zaknihovaných cenných papírů podle zákona o cenných papírech a zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Tím se dostávám ke třetí kapitole práce, která analyzuje právní úpravu evidence zaknihovaných cenných papírů. Způsob vedení evidence zaknihovaných cenných papírů v České republice byl na velmi dlouhou dobu předurčen politicko-ekonomickým kontextem provázejícím snahou o nahrazení centrálně plánované ekonomiky tržním hospodářstvím poněkud kontroverzní cestou kupónové privatizace, pro jejíž účely byl zaveden systém jednostupňové evidence vedené státem zřízeným subjektem. Změnou zásadní povahy tak byla zejména nová koncepce vedení evidence zaknihovaných cenných papírů centrálním depozitářem cenných papírů nastolená zákonem o podnikání na kapitálovém trhu, která umožnila vedení dvoustupňové evidence a zavedla také evidenci investičních nástrojů jiných než zaknihovaných cenných papírů. Některými aspekty souvisejícími s činností centrálního depozitáře a rozbořem její právní úpravy se zabývám ve čtvrté kapitole. Činnost centrálních depozitářů – jako jednoho z mála posledních institutů kapitálového trhu – nebyla prozatím na úrovni Evropské unie harmonizována. Zlomovým

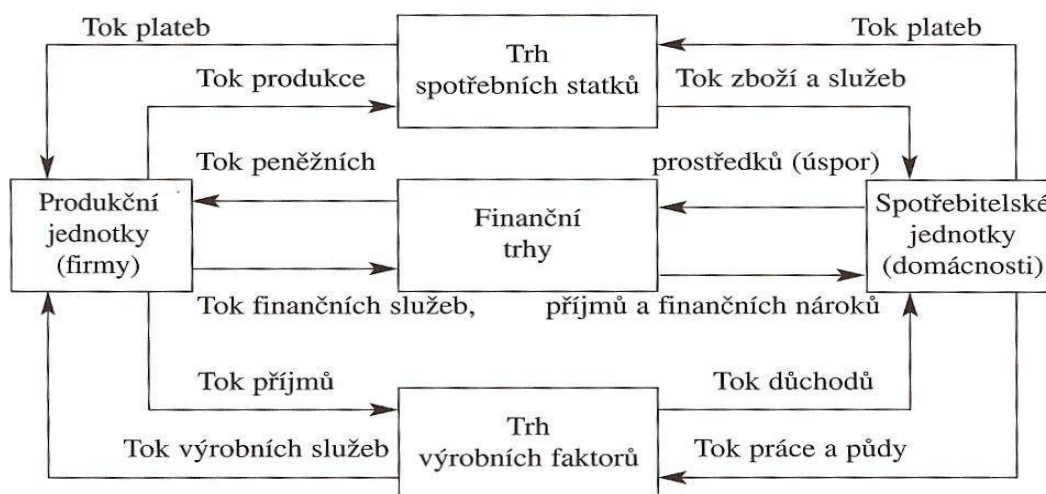
byl proto v únoru zveřejněný návrh nařízení Evropské komise, který upravuje velmi detailní podmínky činnosti centrálních depozitářů a mimo jiné též stanoví, že by od roku 2020 měla být zavedena povinná evidence všech převoditelných cenných papírů, a to buď cestou imobilizace cenných papírů nebo prostřednictvím přímé dematerializace. Evropská komise dále navrhuje zavést právo emitentů zaevidovat své cenné papíry u jakéhokoli centrálního depozitáře povoleného v Evropské unii, jakož i právo centrálních depozitářů poskytovat služby pro emitenty cenných papírů, které byly vydány podle práva jiného členského státu.

Vzhledem k systémové důležitosti kapitálových trhů pro fungování národního hospodářství a veřejnoprávní povaze evidence cenných papírů s její zčásti legitimační funkcí, je nezbytná jejich regulace a následný dohled, o nichž je pojednáno v páté kapitole, přičemž jejich obecným cílem je vytváření dlouhodobé stability a podmínek pro efektivní, transparentní a bezpečné fungování kapitálových trhů. Regulace má zajistit rovné podmínky na trhu pro všechny jeho účastníky a omezit a snížit některá rizika, která jsou s kapitálovým trhem spojena.

Text disertační práce vychází z právního stavu ke dni 31.3.2012.

1 ROLE CENNÝCH PAPÍRŮ V KONTEXTU SYSTÉMU FINANČNÍHO TRHU

Nezbytným základem rozvoje společnosti je soustava národního hospodářství. Ve své reálné podobě je to z makroekonomického hlediska nepřetržitá výroba, směna a spotřeba produktů a služeb na trhu spotřebních statků a trhu výrobních faktorů. Směna na trhu probíhá prostřednictvím peněz. Spolu se svojí reálnou podobou tedy má ekonomika i svoji peněžní podobu.



Obr. Finanční investování.¹

1.1 POJEM, PODSTATA A FUNKCE FINANČNÍHO TRHU

V tržní ekonomice existují **dvě skupiny ekonomických subjektů**:

- přebytkové subjekty, které mají dočasně volné peněžní prostředky a přichází na finanční trhy, aby své disponibilní prostředky investovali a zhodnotili je tak, a dále

¹ PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*. 2. dopl. vyd. Praha : Professional Publishing, 2005, s. 11.

- nedostatkové subjekty, které pro uskutečnění svých záměrů musí disponibilní prostředky získat a nabídnout za ně odpovídající protihodnotu, obvykle ve formě finančního nástroje.²

Finanční trhy tedy lze definovat jako místa, na kterých dochází ke střetu subjektů, které mají přebytek peněžních prostředků a subjektů, které mají těchto prostředků nedostatek, prostřednictvím vytváření a obchodování finančních nástrojů;³ jednodušeji řečeno místa, kde se střetává nabídka a poptávka po penězích. Cílem finančního systému je sladění zájmů přebytkového sektoru, který dává přednost krátkodobému půjčování a nabyvatelů úvěrů – deficitní strany, která si chce půjčovat dlouhodobě. Z vymezení finančního trhu a jeho zasazení do systému národního hospodářství je zřejmé, že finanční trh je pro jeho fungování klíčový.

Za finanční nástroje neboli nástroje finančního trhu je potom třeba uvažovat předměty obchodování, ztělesňující nabízené a poptávané finanční prostředky. Mohou mít různou podobu, od bankovních služeb (depozita, termínované účty), přes úvěry a různé podoby peněz až k cenným papírům a derivátům, přičemž kromě peněz jsou poslední dvě zmíněné kategorie nejčastějšími finančními nástroji.⁴ Každý ze segmentů finančního trhu musí být vybaven souborem nástrojů, které umožňují jeho hladké fungování. Soubory nástrojů na finančním trhu nejsou neměnné, ale vyvíjejí se podle potřeb.

² Z ekonomického úhlu pohledu proti sobě na finančním trhu stojí na jedné straně nabídka a poptávka investičních prostředků, kdy věřitel nabízí vlastní investiční prostředky a dlužník poptává cizí investiční prostředky, a na druhé straně poptávka a nabídka investičních příležitostí, kdy věřitel poptává cizí investiční příležitosti a dlužník nabízí vlastní investiční příležitosti. Z ekonomické teorie vyplývá, že na straně nabídky peněz stojí především domácnosti a na straně poptávky po penězích podnikatelské subjekty, přičemž tyto subjekty nejsou deficitní nebo přebytkové trvale.

³ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s 25.

⁴ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009, s. 424.

Z výše uvedeného tedy vyplývají **základní funkce finančního trhu, kterými jsou (i) soustředování dočasně volných zdrojů peněžních prostředků, (ii) rozmísťování a alokace volných zdrojů z hlediska jejich využití, a (iii) přerozdělování dočasně volných zdrojů a jejich transformace na investice.**⁵

Alokace finančních přebytků může probíhat jednak přímo nebo nepřímo. Přímé investování předpokládá nalezení vypůjčovatele (emitenta), jehož zájmy budou shodné se zájmy půjčovatele (investora). Zejména tedy, že bude panovat shoda na výši investice, míře výnosu a její splatnosti. Dále je třeba kontrolovat, vyhodnocovat a řídit všechna rizika s takovým investováním spojená. Takový postup může být prakticky těžko proveditelný a navíc nákladný. Proto při nepřímém zprostředkování mezi půjčovatele a vypůjčovatele vstupují finanční zprostředkovatelé, kteří jsou díky agregaci finančních prostředků od půjčovatелů schopni uspokojit rozdílné potřeby vypůjčovatелů. Emitují vlastní finanční nástroje, které nabízejí přebytkovým subjektům – půjčovatелům, a za získané peněžní prostředky nakupují finanční nástroje nedostatkových subjektů – vypůjčovatелů. Tím zároveň přebírají rizika půjčovatele, které jsou schopni účinněji řídit, zvyšují likviditu sektoru a ve svém důsledku snižují náklady spojené s investováním oběma stranám. Finančními zprostředkovateli jsou jak bankovní zprostředkovatelé, tedy banky, spořitelny a záložny, tak nebankovní zprostředkovatelé jako jsou pojišťovny nebo subjekty kolektivního investování.

⁵ PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*. 2. dopl. vyd. Praha : Professional Publishing, 2005, s. 17; LIŠKA, Václav. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha : Professional Publishing, 2004, s. 29.

1.2 VYMEZENÍ KAPITÁLOVÉHO TRHU A JEHO STRUKTURA

Finanční trhy se rozdělují na jednotlivé segmenty, a to podle finančních nástrojů, které se na nich obchodují a doby jejich splatnosti, způsobu a organizace obchodování, rozsahu uzavíraných obchodů a dalších charakteristik. Právě díky řadě možných hledisek segmentování finančního trhu je členění finančního trhu **spíše teoretickou záležitostí, není pojímáno dogmaticky a u různých autorů se může lišit**. Liška s Gazdou například rozlišují podle účastníků trhy bankovní, mezibankovní a burzovní, a podle obchodovaných nástrojů trhy úvěrové, devizové a trhy cenných papírů.⁶ Podle jednotlivých druhů obchodovaných investičních nástrojů je možné finanční trhy rozdělit na trhy akciové, dluhopisové, derivátové, komoditní a devizové.

Nejčastěji se finanční trh člení na trh peněžní a kapitálový, a to z hlediska věcného, podle předmětu obchodu. Někteří autoři uvádí i trh úvěrový.⁷ Ten ovšem může podle doby splatnosti finančních nástrojů spadat buď pod trh peněžní nebo kapitálový, přičemž oproti nim nevykazuje zásadní specifika.⁸

a) Peněžní trh

Peněžním trhem se rozumí systém institucí a nástrojů, které zabezpečují pohyb různých forem krátkodobých peněz (nástroje se splatností do jednoho roku), a tedy **řízení krátkodobé likvidity, na úvěrovém principu** zejména mezi veřejným sektorem, velkými finančními institucemi, bankami a centrální bankou. Významnou úlohu zde zaujímá stát,

⁶ LIŠKA, Václav. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha : Professional Publishing, 2004, s. 29.

⁷ Dvořák, in REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha : Management Press, 2008, s. 71.

⁸ Jako úvěrový trh se standardně uvádí ta část finančního trhu, na které se sjednávají úvěrové obchody mezi bankami a nebankovním sektorem, které zároveň nejsou svojí dobou splatnosti a využitím cenných papírů operacemi na peněžním nebo kapitálovém trhu. Je sice pravdou, že převládajícími poskytovateli úvěrů jsou banky, nicméně stále větší podíl na trhu úvěrových produktů v poslední době tvoří nebankovní poskytovatelé.

který vystupuje v roli emitenta krátkodobých pokladničních poukázek, obvykle jednoho z nejvýznamnějších nástrojů peněžního trhu. Pro centrální banku je peněžní trh také prostorem pro uskutečňování jejích měnověpolitických záměrů, spolu s bankami pro řízení krátkodobé likvidní pozice a pomocí poukázek centrální banky pro regulaci měnové báze. Důsledkem výše uvedeného je, že peněžní trh je charakteristický velkým objemem transakcí, vysokou likviditou, nízkým rizikem a tedy také nižším výnosem. Nástroji peněžního trhu jsou zejména státní a jiné pokladniční poukázky, depozitní certifikáty, směnky, komerční papíry, mezibankovní depozita a rovněž též krátkodobé deriváty. Zejména cenné papíry emitované centrální bankou jsou obvykle vedeny v evidencích centrálních bank a do komerčních centrálních depozitářů nevstupují. Z toho důvodu také nepodléhají regulaci a dohledu ze strany dohledových orgánů.

b) Kapitálový trh

Kapitálový trh pak lze definovat jako **systém institucí a nástrojů, které zabezpečují pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu prostřednictvím různých forem finančních nástrojů mezi jeho účastníky.**⁹ Kapitálový trh tedy v terminologii platných právních předpisů chápeme jako **trh s investičními nástroji.** Hovoříme-li o zaknihovaných cenných papírech, jedná se téměř výlučně o nástroje kapitálového trhu – jak bylo řečeno výše, krátkodobé cenné papíry emitované centrálními bankami jsou standardně evidovány samotnými centrálními bankami a z veřejnoprávní regulace proto téměř vyloučeny.

Kapitálové trhy se dále dělí na primární a sekundární trhy. **Primární trh naplňuje vlastní podstatu existence finančního trhu, neboť se jedná o trh s novými emisemi investičních nástrojů, který emitentovi umožňuje získat finanční prostředky pro své investice. Na sekundárním trhu pak dochází k redistribuci kapitálu, když probíhá obchodování**

⁹ Těmi se dle zákona o dohledu rozumí zejména poskytovatel služeb na kapitálovém trhu, investor na kapitálovém trhu, emitent cenných papírů, osoby zavázané z těchto cenných papírů, vlastníci cenných papírů, emitent a majitel jiného investičního nástroje.

s emitovanými, tedy již vydanými, cennými papíry a jinými investičními nástroji.¹⁰

Z výše uvedeného je zřejmé, že motivací k obchodování na sekundárních trzích standardně nejsou nákupy a prodeje konkrétních investičních nástrojů, ale dosahování cenových rozdílů mezi nákupními a prodejními cenami těchto nástrojů, zatímco sekundární trh má spíše spekulativní charakter.

1.3 HISTORICKÝ VÝVOJ CENNÝCH PAPÍRŮ A KAPITÁLOVÉHO TRHU

Úplný počátek vývoje cenných papírů se pravděpodobně datuje do 4. století před naším letopočtem, **do období vlády makedonského panovníka Alexandra Velikého, i když někteří autoři jej spojují i s obdobími o několik století dřívějšími.**¹¹ Ať již je přesný počátek tohoto institutu jakýkoli, je zřejmé, že je výsledkem dlouhodobého vývoje. V počátcích se jednalo o různé formy dlužních úpisů a jiných forem potvrzení stvrzujících závazek dlužníka vůči věřiteli.¹² Přestože římské právo soukromé znalo určité prvky, které jsou pro cenné papíry charakteristické, nemá v něm tento institut, na rozdíl od mnoha jiných, svůj hlavní základ. Cenný papír tehdy neměly důkazní ani kontraktační funkci, ale **funkci legitimační**, když prokazoval oprávnění toho, kdo byl původně na listině uveden, aby mu byl závazek splněn. V rozporu se závazkovým právem by však bylo plnění třetím osobám, tedy těm, které nebyly originálně uvedeny na cenném papíru.¹³ Tento zákaz se později přestal uplatňovat, čímž se postupně umožnilo, aby byla k přijetí plnění z cenného papíru legitimována nejprve na listině identifikovaná osoba, později dokonce osoba předem neurčitá, která dlužníkovi cenný papír předložila. Do této doby se vyvinuly

¹⁰ V. Novák uvádí dvě funkce sekundárního trhu. Jednu spatřuje ve formě obsluhy trhu primárního, kdy vytváří takové podmínky pro obchodování, které vytváří nezbytný komfort pro případ potřeby získat kapitál před sjednanou splatností a zvyšují likviditu, druhou ve stanovování ceny investičního nástroje, která v další emisi či tranši ovlivňuje jeho cenu na primárním trhu. Viz PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*. 2. dopl. vyd. Praha : Professional Publishing, 2005, s. 23.

¹¹ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009, s. 4.

¹² Ibid.

¹³ Ibid., s. 5.

hlavně poukázky na různorodá plnění, ať již ve formě peněz, zboží nebo služeb, a různé formy dlužnických cenných papírů.

Cenný papír v takovém smyslu, v jakém ho dnes užíváme, se vytvořil až ve středověku v Itálii. Za první cenný papír v dnešním slova smyslu se považují směnky, které se vyvinuly v období poloviny dvanáctého století, a to jako prostředek platby a bezpečný způsob přesunu peněžních částek mezi obchodníky v severoitalských městských republikách, které v té době byly střediskem obchodního styku.¹⁴ V tomto období nalezneme i počátky obchodování s cennými papíry a zárodečného vývoje finančních trhů. Finanční trhy odpovídaly potřebám tehdejších ekonomik, dlouhou dobu se však jednalo pouze o peněžní trhy, neboť předmětem obchodu byly zejména směnky, poukázky a měny. Ekonomický rozvoj pak přinesl zavedení a posléze zdokonalování organizace trhu, finančních nástrojů, způsobů obchodování i finančních institucí. Kapitálové trhy se vyvinuly na základě trhů peněžních, jejich vývoj je samozřejmě po celou dobu jejich existence ovlivněn celospolečenským vývojem a citlivě na něj reaguje. Nepřekvapí proto, že i první obchody s cennými papíry, se směnkami, se uskutečnily právě v Itálii, kde se kupci začali pravidelně scházet na určitých místech za účelem směny těchto krátkodobých cenných papírů za prostředky, které byly likvidnější.¹⁵ Z těchto neformálních schůzek se později začaly vytvářet burzovní spolky, kterých se účastnil jen omezený okruh obchodníků. Do této doby se také datují zárodky dnešních obchodů s deriváty;

¹⁴ Při cestách za obchody přes různé země bylo třeba směňovat peníze na jiné měny. Obchodníci proto složili u svého směnárníka určitý obnos peněz, za který dostali směnečný list, v němž se směnárník potvrzoval, že peníze přijal a zavázal se tuto částku vyplatit, a to buď v této měně nebo ekvivalent v měně cizí. Vyplacením peněz také mohl pověřit smlouveného směnárníka, pro něhož zároveň vystavil list se žádostí, aby po jeho předložení doručiteli částku vyplatil. Postupem času se tato praxe zjednodušila a směnárník nevystavoval dvě listiny, pouze na směnečný list poznamenal jméno smlouveného směnárníka, jenž měl peníze vyplatit. Směnečný list tak byl kombinací poukázky na proplacení peněz a slibu výstavce, že peníze vyplatí, nebude-li poukázka smlouveným směnárníkem akceptována.

¹⁵ V průběhu 16. století bylo umožněno směnku převádět rubopisem na další majitele a nabyla povahu abstraktního závazku, když odpadl důvod uvádět hospodářskou kauzu závazku; směnka tak nabyla dnešní podoby. Právě její historický vývoj byl východiskem pro rozvoj jiných druhů cenných papírů.

ty se objevily už **na počátku 12.století v Itálii a Holandsku, kde se na komoditních trzích objevovaly tzv. Letters de faire umožňující budoucí dodání zboží.**¹⁶ **Na počátku 15. století začaly vznikat první burzy.**

Později se začaly vyvíjet i další cenné papíry nezakládající už peněžitou pohledávku, ale právo na věcné plnění (skladištní listy) nebo podílnictví na kapitálovém majetku (akcie apod.) **Vznik majetkových cenných papírů souvisel s rozvojem mořeplavby a zámořskými objevy.** Holandské společnosti profitující ze svých zámořských kolonií začaly jako první vydávat majetkové cenné papíry, kterými své cesty financovaly. Zlomovým bodem v historii finančních trhů bylo založení burzy v Amsterdamu v roce 1608, kde se poprvé začalo s těmito majetkovými cennými papíry obchodovat. **Ve 2. polovině 19. století začaly být vydávány a obchodovány též dluhopisy soukromých emitentů, nejčastěji průmyslových podniků.** Investování do koloniálních společností bylo impulsem pro vznik společností emitujících akcie i ve Velké Británii.¹⁷ V Londýně také vzniklo centrum organizovaného obchodu s deriváty.¹⁸ **Až do poloviny 20. století ovšem byly deriváty považovány za nástroj nežádoucí spekulace** a zejména v Evropě a v Japonsku byly zakazovány.¹⁹ **K jejich masovému využívání došlo až v 70. letech 20. století.** Prvními standardizovanými finančními deriváty byly měnové futures, se kterými se uskutečnil první obchod na Chicago Mercantile Exchange v roce

¹⁶ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 79.

¹⁷ Tam ovšem byl vývoj burzy poněkud komplikovanější. The Bourse vznikla již v roce 1567, ale krkolomným vývojem teprve v polovině 19. století vznikla The Royal Exchange, předchůdkyně dnešní London Stock Exchange, která je dnes největší evropskou burzou.

¹⁸ Termínové obchody se uzavíraly rovněž v souvislosti s tzv. tulipánovou horečkou kolem roku 1637, nicméně již tehdy byly známy nejen v Evropě. Je historicky doloženo, že kolem roku 1650 v Japonsku existovaly standardizované kontrakty podobné dnešním futures. Zlomovou událostí ovšem bylo zejména založení komoditní burzy Chicago Board of Trade v roce 1848. Skupina obchodníků s obilím tam iniciovala uzavírání kontraktů na prodej obilí za dohodnutou cenu, ale s dodáním až po několika měsících, takže farmáři měli možnost odsunout cenové riziko na pozdější dobu. Obilní kontrakty byly standardizovány kolem roku 1865 a od roku 1925, kdy vzniklo první clearingové centrum, mají kontrakty futures dnešní podobu.

¹⁹ K jejich zákazu došlo dokonce i v USA, ve státě Illinois v roce 1867, i když tento zákon byl brzy zrušen.

1972.²⁰ V 90. letech 20. století došlo k prudkému nárůstu derivátových obchodů zejména z důvodu vysoké volatility úrokových sazeb a kurzů na světových trzích. Přestože byly deriváty považovány za příčinu současné finanční krize, nadále zůstávají neodmyslitelným a zejména neustále rostoucím segmentem kapitálového trhu.²¹

1.4 PRÁVO KAPITÁLOVÉHO TRHU A JEHO SYSTEMATICKÉ ZAŘAZENÍ

Právo kapitálového trhu lze chápat jako **soubor právních norem regulujících právní vztahy vznikající, realizující se a zanikající v oblasti kapitálového trhu.**²² Právo kapitálového trhu reguluje jak soukromoprávní vztahy vznikající v souvislosti s obchodováním s investičními nástroji – tedy spojené se samou podstatou existence kapitálového trhu, tak činnost subjektů na kapitálovém trhu působících a poskytuje ochranu jeho řádnému fungování.

Rozlišuje se proto hmotné a procesní soukromoprávní odvětví práva kapitálového trhu, které systematicky spadá pod právo obchodní a veřejnoprávní odvětví práva kapitálového trhu, které je subsystémem práva finančního. **Veřejnoprávní odvětví práva kapitálového trhu** se týká zejména organizace trhu s cennými papíry v širším slova smyslu a dohledu nad finančním trhem, a **je úzce provázáno se správním právem, jehož procesně právní a delikt ní normy využívá, a samozřejmě též s ústavním právem, které vymezuje**

²⁰ Osmdesátá léta jsou zejména v důsledku pádu Brettonwoodského systému počátkem éry swapů a jiných mimoburzovních derivátů, které velké společnosti začaly ve větší míře využívat pro zajištění a též ke spekulacím obchodům. V této době vzniklo mnoho nových produktů, konstruovaných jako kombinace derivátů již známých; v roce 1997 například proběhla první transakce s deriváty na počasí.

²¹ Největší světovou burzou finančních derivátů je v současnosti Eurex. Jednu čtvrtinu všech derivátových obchodů zauímají obchody s kurzovým rizikem, zbytek tvoří téměř výlučně obchody s úrokovým rizikem.

²² RADVAN, Michal, KYNCL Libor a MOŽDIÁKOVÁ Michaela. *Právo kapitálového trhu*. 1. vyd. Brno : Masarykova univerzita, 2010, s. 9.

základní principy a některé instituty a instituce finančního práva.²³ Používám-li v této práci pojem právo kapitálového trhu, jedná se právě o jeho veřejnoprávní odvětví.

Právní řád definici finančního nebo kapitálového trhu vůbec nezná, byť s těmito pojmy operuje. Kromě oborových právních předpisů se pojem *finanční trh* objevuje pouze okrajově, například v souvislosti se zákazem převodu peněžních prostředků, investičních nástrojů nebo jiných cenných papírů v podmínkách zákona č. 69/2006 Sb., o provádění mezinárodních sankcí, ve znění pozdějších předpisů, nebo s osvobozením od daně výnosu z operací s prostředky jaderného účtu na finančním trhu podle zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů. **Z kontextu pak vyplývá, že je vnímán jako obecný pojem, jehož obsah zákonodárce vyvozuje z ekonomické teorie. V případě pojmu kapitálový trh však šel zákonodárce za hranice závěrů ekonomické teorie.** Tento pojem je v právních předpisech užíván častěji než finanční trh. To je dáno zejména historickým vývojem institucionálního uspořádání dohledu – pojem kapitálový trh byl v české legislativě užíván již od konce 90. let, zatímco pojem finanční trh až po integraci dohledových orgánů, tedy od roku 2006. **Zejména u právních předpisů, které vznikaly v 90. letech je proto třeba brát v úvahu, že zákonodárce kapitálový a finanční trh nerozlišoval, oba pojmy používal promiscue a jejich správné použití je třeba dovozovat z kontextu.**

Příkladem může být vymezení působnosti krajského soudu pro „řízení ve věcech kapitálového trhu“ nebo „ve sporech z finančního zajištění a sporech týkajících se směnek, šeků a jiných cenných papírů, derivátů a jiných hodnot, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu“ podle § 9 zákona č. 99/1963 Sb., občanského soudního řádu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen "občanského soudního řádu"). **V obou případech by měl být správně použit termín finanční trh.** Pro názorný příklad však netřeba chodit mimo sektorové právní předpisy. Stěžejní zákonná úprava, zákon č. 256/2004 Sb.,

²³ MRKÝVKA, Petr a Ivana PARÍZKOVÁ. *Základy finančního práva*. 1. vyd. Brno : Masarykova univerzita, 2008, s.18.

o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o podnikání na kapitálovém trhu“), má v některých ohledech přesah i na peněžní trh. Podle § 1 upravuje „...poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu, ochranu kapitálového trhu a investorů a veřejnou nabídku cenných papírů“. Podle § 3 odst. 1 písm. c) zákona pak mezi investiční nástroje patří nástroje peněžního trhu. **Dle doslovného výkladu by tak mohl být peněžní trh považován za jednu ze subkategorií trhu kapitálového, což není v souladu se závěry ekonomické teorie.** V rámci pojednání o evidencích investičních nástrojů navíc obsahuje i úpravu samostatné evidence vedené Českou národní bankou, která ale je **evidencí nástrojů peněžního trhu.**

1.4.1 Vnitrostátní prameny práva a jejich historický vývoj

Prameny práva kapitálového trhu jsou právní normy regulující některé finančněprávní vztahy. Z hlediska vnitrostátních pramenů práva se jedná především o primární obecně závazné normativní akty. Základní zásady, ze kterých úprava cenných papírů a podnikání na kapitálovém trhu vychází a některé její instituty, jsou samozřejmě upraveny ústavními zákony tvořícími ústavní pořádek, z nich výsadní roli má Ústava a Listina základních práv a svobod. **Veřejnoprávní úprava kapitálového trhu pochopitelně vychází zejména z postulátu enumerativnosti státních pretenzí²⁴ a zásady legální licence.²⁵** Ústava pak dále upravuje legislativní proces a vymezuje postavení České národní banky, která je v kontextu této práce zejména orgánem dohledu nad finančním trhem a garantem sekundární legislativy. **Těžiště veřejnoprávní úpravy kapitálového trhu pak leží v zákonech.** Na základě zmocnění v nich obsažených a v jejich mezích, jsou posléze vydávány sekundární obecně závazné normativní akty.²⁶ V případě práva kapitálového trhu se jedná **téměř výlučně o vyhlášky České národní banky. Okrajovou**

²⁴ Čl. 4 Listiny základních práv a svobod.

²⁵ Čl. 2 odst. 3 Listiny základních práv a svobod.

²⁶ Viz § 79 Ústavy ČR.

a minimálně využívanou možností je vydávání nařízení vlády,²⁷ možnost vydávání opatření České národní banky je pro právo kapitálového trhu zcela marginální.²⁸ Právo kapitálového trhu není ovlivněno mezinárodními smlouvami.

Jelikož jsou směnky nejstaršími a po dlouhou dobu nejrozšířenějšími cennými papíry, není překvapením, že i první legislativa vztahující se k cenným papírům se týkala právě směnek. **V německém právu byly již od 17. století v rámci partikulárních měst vydávány směnečné řády.** Každé město vydávalo vlastní směnečné řády a právní úprava se tudíž podstatně lišila, což znesnadňovalo obchodní styk. Proto se objevovaly snahy o sjednocení směnečného práva. Na lipské Konferenci o směnečném právu byl vypracován návrh **jednotného směnečného řádu,** který pak byl v roce 1848 přijat ve formě říšského zákona. Po dalších změnách byl přijat všemi německými spolkovými zeměmi včetně Rakouska a platil i na našem území.

Definice pojmu cenný papír, jejich třídění a náležitosti byly poprvé upraveny Všeobecným německým obchodním zákoníkem a rakouským Všeobecným obchodním zákoníkem, které obsahovaly stejnou úpravu. **Od počátku byly cenné papíry chápány jako institut soukromoprávní s určitými přesahy do práva veřejného.** To se týkalo typicky obchodování s cennými papíry. V rakouském právu byl navíc vydán tzv. Akciový regulativ č. 175/1899 Ř. z., který kladl některé další požadavky na akcie a akciové

²⁷ Nařízení jsou v oblasti práva kapitálového trhu vydávány jen zřídka. Výjimkou jsou nařízení vlády č. 190/2011 Sb., kterým se stanoví limity některých částek v eurech, pokud jde o úpravu veřejné nabídky investičních cenných papírů, prospektu cenného papíru a informačních povinností emitenta některých investičních cenných papírů a dalších osob, a nařízení vlády č. 189/2011 Sb., o sdělení klíčových informací speciálního fondu kolektivního investování.

²⁸ Podle § 49 v mezích zákona Česká národní banka oprávněna vydávat opatření je-li k tomu zákonem zmocněna. Tato opatření jsou pro banky, pobočky zahraničních bank a spořitelní a úvěrní družstva, závazná. V oblasti kapitálového trhu je relevantní zřejmě jen oprávnění k vydání opatření podle § 26a zákona o České národní bance, z něhož je banka oprávněna vydávat opatření stanovící pravidla pro plnění povinností týkajících se povinných minimálních rezerv.

společnosti.²⁹

Stávající rakouská úprava, tedy zmíněný zákon směnečný a úprava akcií, byla spolu s burzovním zákonem č. 67/1875, šekovým zákonem č. 84/1906 a dalšími předpisy v roce **1918 recipována do právního řádu Republiky československé**. Jako důsledek debat o podobě vlastní cedulové banky k zabezpečení nové československé měny byl posléze přijat **zákon č. 347/1920 Sb. z. a n., o akciové bance cedulové**, označovaný jako bankovní zákon, který obsahoval měnová ustanovení a stanovy centrální banky.³⁰ V období první republiky byl přijat také nový **zákon směnečný** č. 1/1928 Sb. z. a n., nahrazující původní rakouský zákon.³¹

Další přijatým zákonem byl zákon č. 250/1934 Sb.z. a n., o umořování listin. **Do roku 1945 tak zůstala hlavním pramenem československého práva cenných papírů úprava rakouská doplněná několika dílčími prvorepublikovými zákony** s tím, že klíčovou roli hrál směnečný zákon, jehož ustanovení byla analogicky aplikována i na jiné cenné papíry.³²

²⁹ Po dlouhou dobu bylo například vyžadováno ke zřízení akciové společnosti státní povolení a činnost akciové společnosti podléhala státnímu dozoru. Regulativ také stanovoval podmínky pro náležitosti akcií nebo náležitosti stanov akciové společnosti. Není bez zajímavosti, že v těchto dokumentech lze nalézt celou řadu ustanovení, která se v platných úpravách objevují dodnes, popřípadě se do platného práva vracejí. Viz PELIKÁNOVÁ, Irena. Obchodní právo. 2., přeprac. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2010, s. 68 a násl.

³⁰ Zajímavostí je, že k zahájení činnosti centrální banky mělo dojít až v situaci, kdy bude ekonomika nové republiky stabilní, se stabilní korunou. Nicméně zejména z důvodů nestability české měny došlo k zahájení její činnosti až šest let po vydání tohoto zákona, který navíc mezitím prošel rozsáhlou novelizací.

³¹ Nový zákon byl reakcí na probíhající mezinárodní jednání o kodifikaci směnečného zákona a o sjednocení úpravy mezinárodního práva soukromého na úseku směnečného práva. Práce na mezinárodní kodifikaci započaly již v roce 1910 na konferenci v Haagu a k uzavření mezinárodních úmluv došlo v roce 1930 na Světové konferenci o směnečném právu v Ženevě. Výsledky Ženevské konference byly do československého právního řádu vtěleny až v roce 1950.

³² Od roku 1927 byl připravován návrh nového obchodního zákoníku, který měl být komplexním kodexem, a v oboru cenných papírů měl tuto roztržičnost právní úpravy vyřešit. V roce 1937 sice byl jeho návrh předložen Poslanecké sněmovně, nicméně k jeho přijetí v této podobě nedošlo. Návrh je ideovým zdrojem Nového občanského zákoníku.

Po druhé světové válce se problematika cenných papírů pod vlivem znárodnění a přechodu na centrálně plánovanou ekonomiku dostala na okraj zájmu. Zanikla burza a de facto i finanční trh a cenné papíry se používaly jen omezeně v zahraničním obchodě, který se stal předmětem státního monopolu. Jako jeden z výsledků tzv. právnické dvouletky byl přijat **zákon č. 243/1949 Sb., o akciových společnostech**. Ten zavedl koncesní princip vytváření akciové společnosti, dle něhož bylo třeba pro vzniku akciové společnosti státní přivolení, které dle volné úvahy uděloval příslušný státní orgán, a dále schválení stanov a zápis do podnikového rejstříku. Státní povolení a schválení stanov bylo v pravomoci ministerstva příslušného podle předmětu podnikání společnosti v dohodě se státním úřadem plánovacím. V praxi tak byla forma akciové společnosti povolována prakticky pouze pro podniky zahraničního obchodu. Pouze v důsledku závazků vyplývajících pro ČSSR z přistoupení k mezinárodním úmluvám přijatým na ženevské Světové konferenci o směnečném právu v roce 1930, byl v tomto období přijat **zákon směnečný a šekový**, který se stal na dlouhou dobu posledním pramenem práva cenných papírů.

Od roku 1989, po přechodu k tržní ekonomice, probíhaly pokusy o obnovení co možná nejkomplexnější právní úpravy cenných papírů. Ze zákonů týkajících se cenných papírů byl přijat nejdříve zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech a zákon č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, upravující investiční kupóny. V následujícím roce byly přijaty zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů, a zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. **Téměř všechny tyto předpisy byly později nahrazeny novými zákony.** Významným pramenem práva cenných papírů se v této době stal i nově přijatý obchodní zákoník, upravující několik druhů cenných papírů.

Tehdejším **nejdůležitějším legislativním počinem však bylo přijetí dosud platného zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech**, ve znění pozdějších předpisů (dále

jen „zákon o cenných papírech“), který nabyl účinnosti dne 1. ledna 1993.³³ Stalo se tak v reakci na vytváření finančního trhu v ČSFR a zákon původně upravoval jak soukromoprávní tak veřejnoprávní regulaci: obecná ustanovení o cenných papírech, smlouvy o cenných papírech, činnost poskytovatelů služeb na finančním trhu a veřejnoprávní ochranu finančního trhu. Zákon **vymezil společná pravidla týkající se všech cenných papírů**, dosavadní úpravu tak z menší zčásti sjednotil a z větší části zavedl novou – pro cenné papíry, jejichž existence dosud nebyla českým právem nijak reflektována. Zákon však neupravoval (a dosud neupravuje) jednotlivé druhy cenných papírů, to ponechává na zvláštní právní úpravě. Jedinou výjimkou z tohoto pravidla je § 12 zákona o cenných papírech, který upravuje kupóny na výnos z akcie, zátižního listu, dluhopisu nebo podílového listu.

V souvislosti s přizpůsobením právního řádu požadavkům komunitárního práva **při vstupu do Evropské unie byla provedena rozsáhlá rekodifikace práva upravujícího cenné papíry** a bylo přijato, resp. nabylo účinnosti několik zásadních zákonů. Nejdůležitějšími jsou zákon o podnikání na kapitálovém trhu, zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o dluhopisech“), zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o kolektivním investování“) a zákon č. 257/2004 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu, zákona o kolektivním investování a zákona o dluhopisech (dále jen „zákon č. 257/2004 Sb.“). Ten zejména zrušil podstatnou část zákona o cenných papírech. **Problematika spadající spíše do oblasti veřejnoprávní byla přesunuta do nově vzniklého zákona o podnikání na kapitálovém trhu a soukromoprávní úprava zůstala v zákoně o cenných papírech.** Předmětem úpravy

³³ Zajímavostí je, v této době byly přijaty téměř souběžně dva zákony o cenných papírech. Krom výše uvedeného to byl federální zákon č. 600/1992 Sb., o cenných papírech, který nabyl účinnosti dne 28. prosince 1992, avšak byl teorií i praxí shledán neaplikovatelným na území České republiky a později zrušen; v praxi nebyl aplikován. Viz např. MUNKOVÁ, Jindřiška. Vývoj práva České republiky po rozdělení ČSFR se zvláštním zřetelem k hospodářskoprávním a obchodněprávním otázkám. Právní rozhledy. 1993. č. 2. s. 33; DĚDIČ, Jan. Dva zákony o cenných papírech. Obchodní právo. 1993. č. 1. s. 9 a násl.

zákona o cenných papírech jsou nyní pouze obecná ustanovení o cenných papírech a smlouvy o cenných papírech, zatímco zákon o podnikání na kapitálovém trhu upravuje podmínky poskytování služeb na kapitálovém trhu (mj. i úpravu zaknihování cenných papírů a vedení evidence investičních nástrojů a cenných papírů), úpravu veřejné nabídky cenných papírů, ochranu kapitálového trhu a investorů a také některá ustanovení k dohledu vykonávanému Českou národní bankou. **Rovněž všechny výše uvedené zákony byly v dalších letech poměrně významně novelizovány;³⁴ jakékoli významnější novelizace však byly prováděny pouze za účelem transpozice evropské legislativy.³⁵**

Hmotněprávní úprava cenných papírů je tedy inkorporována v zákoně o cenných papírech, zákoně o dluhopisech, zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, zákoně směněčném a šekovém, zákoně o kolektivním investování, zákoně č. 307/2000 Sb., o zemědělských skladních listech a zemědělských veřejných skladech a o změně některých souvisejících zákonů, ve znění pozdějších předpisů, zákoně č. 513/1991 Sb., obchodním zákoníku, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „obchodní zákoník“), a zákoně č. 40/1964 Sb., občanském zákoníku, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „občanský zákoník“).

Procesněprávní úprava fungování kapitálového trhu je obsažena v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, (dále jen „zákon o České národní bance“), zákoně č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o dohledu“), a v občanském soudním řádu. Úprava ostatních zákonů bude v textu řešena, občanský soudní řád určuje věcnou příslušnost krajského soudu

³⁴ Zákon o cenných papírech byl od svého přijetí novelizován již 21krát.

³⁵ Nejvýznamnější byla novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu provedená zákonem č. 230/2008 Sb. Tento zákon transponoval Směrnici o trzích finančních nástrojů, jež byla revolučním počinem v oblasti legislativy kapitálového trhu, když významně změnila podmínky podnikání na kapitálovém trhu, stanovila víceméně jednotná pravidla pro poskytovatele investičních služeb a jednotlivé tržní platformy, výrazně posílila práva investora a veškeré jednání poskytovatelů investičních služeb podřídila zájmu zákazníků.

jako prvoinstančního soudu ve většině řízení týkajících se cenných papírů (§ 9 odst. 3), upravuje směnečný a šekový platební rozkaz (§175), výkon rozhodnutí a prodej cenných papírů v souvislosti s výkonem rozhodnutí (§321 a násl.), soudní úschovu mj. cenných papírů (185a) umořování listin (185i) a některé další otázky procesního charakteru týkající se cenných papírů (zejm. § 83, 87, 88 a 200).

Revolucí v soukromém právu, která se bude týkat i úpravy cenných papírů, je přijetí zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále jen „nový občanský zákoník“) a zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (dále jen „zákon o obchodních korporacích“), doplněných zákonem č. 91/2012 Sb., o mezinárodním právu soukromém (dále jen „zákon o mezinárodním právu soukromém“). Nabytí účinnosti těchto zákonů je stanoveno na 1. leden 2014. **Nový občanský zákoník zrušuje jak zákon o cenných papírech, občanský zákoník a obchodní zákoník, tak soukromoprávní úpravu cenných papírů a kapitálového trhu obsaženou v ostatních zákonech.** Integruje převážnou část soukromého práva a, jak uvádí důvodová zpráva k zákonu, jeho cílem je „...shrnout hlavní masu právních pravidel vztahujících se k soukromým právním záležitostem společným všem osobám, tedy k osobám vůbec, k věcem vůbec a k právním jednáním vůbec“. Nový občanský zákoník **upravuje obecné otázky cenných papírů a většinu jejich výslovně definovaných druhů, přičemž specifika smluv o cenných papírech jsou upravena v souvislosti s jednotlivými smluvními typy.**³⁶ **Nová úprava je v relevantních otázkách úspornější než aktuálně účinná a až na některé výjimky přejímá současná pravidla.**³⁷ Zákon o obchodních korporacích respektuje komplexnost a výlučnost nového občanského zákoníku a reguluje pouze tu specifickou problematiku, která není upravena novým občanským zákoníkem nebo nezbytně vyžaduje jeho doplnění nebo modifikaci. Zákon o mezinárodním právu soukromém určuje kolizní kritéria pro vztahy s mezinárodním

³⁶ Ze současných smluvních typů zůstane zachována pouze smlouva o úschově cenných papírů a imobilizace cenných papírů (viz § 2383 – 2386 nového občanského zákoníku).

³⁷ Kromě dále výslovně zmíněných změn se zaknihovaných cenných papírů týká zrušení zákazu vícenásobné zástavy cenných papírů, podzástavního práva k cenným papírům nebo drobné změny týkající se zástavního práva, zejména jeho realizace.

prvkem – a jak bude dále uvedeno, je dle mého názoru důležitým výkladovým prostředkem i pro problematiku vydávání cenných papírů. Veřejnoprávní úprava pochopitelně zůstane v současné podobě.

1.4.2 Evropské právo

Ve velké míře je v současné době veřejnoprávní odvětví práva kapitálového trhu ovlivněno normami evropského práva. Normy primárního komunitárního práva zejména zakotvují evropské orgány, upravují legislativní proces tvorby sekundárních norem a otázky související s vytvářením jednotného evropského trhu. Sekundárními prameny evropského práva kapitálového trhu jsou především směrnice a nařízení.

Není bez zajímavosti, že zatímco předchozí evropská legislativa ve finanční oblasti měla téměř výhradně podobu směrnic,³⁸ zatímco nařízení byla vydávána jako prováděcí právní předpisy ke směrnicím, v souvislosti se změnou architektury dohledu nad finančními trhy na evropské úrovni a snahou o posílení pravomocí evropských dohledových struktur přešla Evropská komise ve větší míře k využívání legislativní formy nařízení,³⁹

³⁸ Specifičnost směrnice spočívá v tom, že se její účinky ve vnitrostátní právní sféře členských států plnohodnotně projevují pouze v určité symbióze s vnitrostátním transpozičním opatřením. V případě, že členský stát této povinnosti nedostojí, prováděcí opatření jsou přijata pouze částečně nebo v rozporu se směrnicí, může směrnice nabýt přímého vzestupného vertikálního účinku, tudíž nemůže ukládat jednotlivcům povinnosti a zároveň se na směrnici nelze odvolávat vůči jednotlivci, avšak jednotlivci se mohou porušení směrnice domáhat vůči orgánům státu. Mimo mají jednotlivci možnost domáhat se náhrady škody (Rozsudek ze dne 19.11.1991, Francovich a Bonifaci v. Italský stát, C-6/90 a C-9/90, Recueil, s. I-5357). Kromě důsledků, které z nesprávné nebo chybné transpozice směrnice vyplývají pro členské státy, je velmi časté, že transpoziční úprava se v jednotlivých státech zásadně liší, což může mít nepříznivé důsledky pro fungování jednotného trhu finančních služeb.

³⁹ Nařízení mají obecnou závaznost, jsou závazná všech svých částech a přímo účinná v každém jím určeném členském státě. Díky obecné závaznosti a přímé účinnosti nabývají nařízení horizontálního i vertikálního účinku. Přímý účinek nařízení byl původně podmíněn obecnými pravidly, která stanovil Evropský soudní dvůr. Ten v kauze Schlüter (Rozsudek ze dne 24.10.1973, Schlüter, 9/73, Recueil, s. 1135, bod 32) judikoval, že nařízení musí být jasné a jednoznačné, nepodmíněné – tedy nezávislé na uplynutí určité lhůty nebo dodatečného opatření – a v neposlední řadě nesmí

které je s to stanovit jednotné a přímo použitelné povinnosti a eliminuje tak riziko rozdílné transpozice.

Oblast pojišťovnictví, bankovníctví i kolektivního investování je evropským právem téměř unifikována, oblast kapitálového trhu z velké části rovněž.⁴⁰ Zásadnější výjimkou zůstává právě problematika evidencí investičních nástrojů a vypořádání obchodů s cennými papíry, kterých se platná evropská legislativa prakticky vůbec netýká. Toto však v brzké době dozná změny v souvislosti s připravovaným Nařízením o CSD.⁴¹

ponechávat žádnou diskreční pravomoc orgánům Evropské unie nebo členským státům. Z pozdějších rozsudků však spíše vyplývá, že přímý účinek nařízení předpokládá bez dalšího (BOBEK, Michal, BRÍZA, Petr a KOMÁREK, Jan. *Vnitrostátní aplikace práva Evropské unie*. Praha : C.H.Beck, 2011, s. 56).

⁴⁰ Základními evropskými právními předpisy upravujícími právo cenných papírů jsou v současné době:

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny,
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES,
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS,
- Nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů,
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES, a
- Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.

⁴¹ Viz kapitola 4.2.

2 ZAKNIHOVANÉ CENNÉ PAPÍRY

2.1 PODSTATA A FUNKCE CENNÝCH PAPÍRŮ

Ačkoli neexistuje zcela jednotná všeobecně přijímaná definice cenného papíru, z různými autory uváděných definic vyplývá několik společných charakteristických znaků, které musí listina splňovat, aby mohla být považována za cenný papír. **Jako teoretická doktrinální definice cenného papíru se uvádí, že cenný papír je zvláštní forma listiny, ve které je inkorporováno soukromé právo, k jehož výkonu je existence této listiny nezbytná. Dvěma základními charakteristickými rysy cenného papíru jsou tedy hmotný substrát – listina, která zachycuje určitý projev vůle, tzv. skripturní akt – a cennost listiny odvozovaná od právních následků, které s obsahem listiny spojuje právní řád.**⁴² Podstatným rysem cenného papíru je zpravidla jeho konstitutivní charakter, neboť právo, které je v něm inkorporováno, nemůže bez cenného papíru vzniknout ani trvat. I když cenné papíry mohou mít vzhledem ke vzniku práva v nich inkorporovaného někdy jen deklaratorní význam (např. akcie), jsou vždy podmínkou pro trvání práva a jeho převod. Cenný papír má tedy povahu skripturního závazku. Vznik, trvání a výkon závazku je přímo vázán na existenci tohoto cenného papíru a subjektivní **právo z cenného papíru sdílí** (až na výjimky např. samostatně převoditelná práva) **osud práva k cennému papíru.**

Cenný papír představuje určitou majetkovou hodnotu, která náleží majiteli cenného papíru. Není přitom podstatné, jakou povahu má hmotný substrát, v němž je zachycen. Právo, které je v cenném papíru inkorporované, je nárokem soukromoprávním, znějícím na určité plnění; k uplatnění tohoto práva musí majitel cenného papíru předložit listinu toho práva inkorporující nebo prokázat své právo výpisem z příslušné evidence, pokud se jedná o zaknihované cenné papíry.

⁴² KOTÁSEK, Josef a kol. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009. s. 12.

Funkce cenných papírů vychází z jejich právní povahy a vyplývá samozřejmě z účelu, ze kterého daný druh cenného papíru vznikl. Je tedy zcela zřejmé, že **funkce cenných papírů se v průběhu historie měnila a i v dnešní době se u jednotlivých druhů cenných papírů bude lišit**. Cenný papír se vyvinul z určitého právně relevantního textu, který byl zachycen na listině. Ve své původní podstatě tedy mají cenné papíry zejména funkci legitimační, když **prokazují vznik a existenci kauzálního závazku plnit**, nejčastěji zaplatit určitý finanční obnos tomu, kdo se jím prokáže. Dlužník není povinen plnit tomu, kdo cenný papír nepředloží nebo se neprokáže výpisem z evidence zaknihovaných cenných papírů jako jeho majitel. Oprávněný z cenného papíru se jeho předložením prokazuje při výkonu svých práv. Povinnosti plnit tomu, kdo cenný papír předloží, se může dlužník pouze zprostit důkazem, že předkladatel není majitelem cenného papíru nebo není majitelem k převzetí plnění pověřen. Plní-li dlužník, aniž by mu byl cenný papír nebo výpis z evidence předložen, nezprostit ho to povinnosti plnit osobě oprávněné. **S funkcí legitimační úzce souvisí průkazní funkce cenných papírů. Cenný papír zaručuje svému majiteli existenci závazku z cenného papíru vyplývajícího**, a proto není potřeba existenci tohoto závazku ověřovat jinými způsoby, což se týká i jeho nabyvatelů. Dlužník pak může vůči majiteli cenného papíru uplatňovat pouze ty námitky, které má vůči cennému papíru nebo jeho majiteli, ale nikoli námitky, které má vůči majitelům předchozím. Z toho vyplývá, že **povinný zároveň není v zásadě nucen zkoumat, zda při jeho předložení plní osobě oprávněné. Dlužník ovšem musí plnit v dobré víře, že plní osobě oprávněné**.⁴³ Poněkud jiná je situace u cenných papírů na jméno, kdy je dlužník oprávněn požadovat po věřiteli prokázání jeho totožnosti. V případě, že si totožnost věřitele neověří, nelze dobrou víru předpokládat. Tato funkce cenných papírů se nazývá funkcí liberační. **Převodní funkce cenných papírů pak umožňuje**

⁴³ Uvedené se týká např. i umožnění hlasování na valné hromadě. Nejvyšší soud v rozhodnutí ze dne 6. září 2000, sp. zn. 29 Cdo 901/2000, dovodil, že to, že akciová společnost není povinna pro účely připuštění účasti akcionáře na valné hromadě zkoumat, zda osoba, vedená v evidenci Střediska k rozhodnému dni jako akcionář, je skutečně majitelem akcií vedených na jeho účtu, a takové osobě přizná bez dalšího právo na valné hromadě hlasovat. To však neplatí, jestliže společnost není v dobré víře, tedy ví, nebo je jí prokázáno, že tato osoba majitelem akcií evidovaných na jejím účtu není.

a usnadňuje převod práva s cenným papírem spojeného, který je tak velmi jednoduchý a nevyžaduje ani součinnost závazného z cenného papíru. Platným převodem cenného papíru se převádí i právo v cenném papíru inkorporované. Později, když cenné papíry nabyly povahy abstraktního závazku, se staly samy předmětem právních vztahů. Aniž by ztratily některé z výše uvedených funkcí, začaly se cenné papíry stále více prosazovat i jako prostředky shromažďování prostředků k úvěrování další podnikatelské činnosti jejich emitentů a začaly plnit též funkce **prostředku platebního styku**. V současné době samozřejmě zůstávají všechny zmíněné funkce cenného papíru zachovány, ale hlavní význam cenných papírů se přesunul z funkce platebního a úvěrového prostředku do funkce **tvorby finančního kapitálu a prostředku obchodování** na kapitálovém trhu, což pochopitelně platí zejména o investičních nástrojích.

Cenné papíry je proto nutno **odlišovat od ostatních listin s právním významem**.⁴⁴ Právní teorie rozlišuje tři kategorie takových listin: průvodní neboli deklaratorní listiny, legitimační neboli kontrolní listiny a listiny dispozitivní nebo konstitutivní. **Průvodní nebo také deklaratorní listiny** nejsou podmínkou vzniku nebo trvání práva. Jsou pouze důkazem o právu, důkazním prostředkem, z něhož lze dovozovat existenci určitého právního stavu, který ale může být nahrazen i důkazním prostředkem jiným, například svědeckou výpovědí nebo znaleckým posudkem.⁴⁵ Dalším typem listin jsou **legitimační neboli kontrolní listiny**. Tyto listiny nezakládají právo, ale pouze osvědčují právní jednání, které vzniklo nezávisle na této listině, a vztahují se k uplatnění práva. Mají sloužit ke kontrole osoby oprávněné k plnění nebo k urychlení průkazu nároku na plnění.⁴⁶ Posledním typem listin jsou **dispozitivní nebo konstitutivní listiny**. Ty mají hmotněprávní

⁴⁴ Zvláštní postavení mají v této souvislosti veřejné listiny, které jsou definovány občanským soudním řádem jako listiny, které potvrzují pravdivost toho, co je v nich osvědčeno nebo potvrzeno, není-li prokázán opak. Viz KOTÁSEK, Josef a kol. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009. s. 14.

⁴⁵ Viz § 134 občanského soudního řádu.

⁴⁶ Stejně jako v předchozím případě lze existenci závazku emitenta prokázat i jinými způsoby. Příkladem může být letenka nebo různé úschovní lístky. Viz KOTÁSEK, Josef a kol. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009. s. 14.

význam pro vznik práva, ale jejich další trvání nebo jejich převod se uskutečňují nezávisle na těchto listinách. O konstitutivní listiny se jedná, pokud je vznik práva podmíněn písemnou formou právního úkonu a její nedodržení má za následek neplatnost takového úkonu.⁴⁷ **Prof. Dědič uvádí širší hledisko pojetí konstitutivních listin, když takto vymezené listiny označuje za cenné papíry nedokonalé či neúplné a dále rozlišuje ještě jako cenné papíry v užším slova smyslu, neboli cenné papíry úplné či dokonalé.** Ty dle jeho vymezení nejenže práva a povinnosti zakládají, ale jsou nezbytné i pro jejich převod mezi těmito typy listin. **Prof. Bakeš však zcela logicky oponuje v tom smyslu, že při tomto pojetí konstitutivních listin by mezi dokonalé cenné papíry nemohly být zařazeny ani akcie nebo zatímní listy, které sice mají vzhledem ke vzniku práva v nich inkorporovaného pouze deklaratorní význam, ale jsou vždy podmínkou pro výkon práva a jeho převod.** Přiklání se proto k užšímu pojetí deklaratorních listin. Od konstitutivních listin, které mají význam jen pro vznik práva, se cenné papíry odlišují tím, že jejich existence je i podmínkou trvání práva a jeho převodu.⁴⁸

Teorie cenných papírů třídí cenné papíry dle několika hledisek. **Některá třídění jsou relevantní pro aplikaci platné právní úpravy** (například třídění dle formy nebo podoby), **jiná jsou čistě doktrinální a pro praxi nemají význam žádný nebo zcela minimální** (například třídění dle povahy emitenta nebo splatnosti závazku z cenného papíru vyplývajícího). Vzhledem k tématu této práce je samozřejmě nejdůležitější rozlišování podle podoby na listinné a zaknihované cenné papíry.

⁴⁷ Jako typický příklad takové listiny se uvádí závět', zakladatelská listina společnosti nebo různé typy obligatorně písemných smluv, například smlouva o prodeji podniku (§ 476 a násl. obchodního zákoníku).

⁴⁸ DĚDIČ, Jan. *Právo v podnikání: Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. 1. vyd. Praha : Prospektrum, 2000, s. 31.

2.2 DOKTRINÁLNÍ A LEGISLATIVNÍ VYMEZENÍ POJMU CENNÝCH PAPÍRŮ

Zvláštností institutu cenných papírů je jejich vznik, neboť objektivní právo nejprve uznalo některé formy cenných papírů a ty byly teprve později systematizovány. Teoretický pojem cenného papíru tak tedy byl **zobecněním jistých zvláštností společných pro určité právem uznané druhy majetkových hodnot a způsobu, jakým s nimi bylo nakládáno.**

Pojem cenného papíru se v právním předpise objevil poprvé a na dlouhou dobu naposledy ve Všeobecném občanském zákoníku z roku 1811.⁴⁹ Pozdější zákony žádnou výslovnou definici cenného papíru neuváděly. Definice cenného papíru proto dosud byla záležitostí výlučně doktrinální. **První všeobecně přijímaným vymezením cenného papíru byla Randova definice** „*Jest-li jisté právo s listinou – obsah jeho naznačující – takovým způsobem sloučeno, že právem toliko prostředkem listiny vládnouti možno jest, tudíž zcizení a jakýkoliv výkon práva jedině listinou se zprostředkuje, mluvíme o cenných papírech*“,⁵⁰ z níž ostatní teoretické závěry vycházely.

Nejbližší bylo legální definici cenných papírů ustanovení § 185i občanského soudního řádu, podle něhož lze umořit ztracenou nebo zničenou listinu, kterou je třeba předložit k uplatnění práva.⁵¹ Autoři prof. Dědič a doc. Pauly z tohoto vymezení vycházejí a uvádějí, že „*Podstatou cenného papíru je spojení subjektivního práva s písemným projevem vůle takovým způsobem, že subjektivní právo sdílí osud písemnosti... Zaniklé právo však může být obnoveno vydáním náhradní písemnosti*“.⁵² **Ustanovení § 185i občanského soudního řádu však zjevně míří na širší okruh listin, než jsou pouze cenné papíry.**

⁴⁹ Všechno, co od osoby je rozdílné a slouží k užívání lidí, sluje věc v právním smyslu.

⁵⁰ RANDA, Antonín. O cenných papírech, obzvláště o skripturních obligacích. Právník, roč. 28. Praha : Academia, 1889, s. 1.

⁵¹ KOTÁSEK, Josef a POKORNÁ, Jarmila. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009, s. 18.

⁵² DĚDIČ, Jan; PAULY, Jan. *Cenné papíry*. 1. vyd. Praha : Prospektrum, 1994. s. 19.

Podle prof. Pelikánové je vymezení pojmu cenný papír obtížné, nejčastěji se ale bude jednat o hmotný substrát, v němž je inkorporováno subjektivní právo, přičemž osud tohoto práva je proto nerozlučně spjat s hmotným substrátem, nejčastěji listinou.⁵³

Podle autorů publikace Finanční právo jsou cenné papíry nejčastěji definovány jako „...listiny, ve kterých je vtěleno (inkorporováno) určité subjektivní majetkové právo, přičemž toto právo je s danou listinou spojeno tak úzce a neoddělitelně, že bez ní nemůže být uplatněno ani převedeno a se zánikem listiny rovněž zaniká“. **Zřejmě jako jediní se tyto autoři zabývají i povahou hmotného substrátu, v němž je právo inkorporováno a výslovně připouští jeho nehmotnou podobu,** když uvádí, že termín „listina“ je nutno „s postupující modernizací finančních trhů a vstupem institutu dematerializovaných (zaknihovaných) cenných papírů... chápat ve smyslu jakéhokoli zápisu údajů o právu v cenném papíru ztělesněném na jakémkoli substrátu (nosiči), nejenom tedy na klasickém papíře..., ale i např. na magnetickém nebo optickém disku, či na jiných paměťových médiích používaných ve výpočetní technice“.⁵⁴

Neexistence legální definice cenného papíru ovšem není českou specialitou, neobsahují ji ani zahraniční právní řády. **Jako jediná výjimka se v tomto ohledu uvádí švýcarský obligační zákon,** který ve svém článku 965 definuje cenný papír jako listinu, se kterou je právo spjato tím způsobem, že nemůže být bez této listiny uplatněno ani převedeno na další osobu.⁵⁵

⁵³ PELIKÁNOVÁ, Irena. *Komentář k obchodnímu zákoníku*. 2.díl (s přihlédnutím k evropskému právu). 2. Praha : Linde, 1998.

⁵⁴ BAKEŠ, Milan a kol. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009, s. 424.

⁵⁵ Wertpapier ist jede Urkunde, mit der ein Recht derart verknüpft ist, dass es ohne die Urkunde weder geltend gemacht noch auf andere übertragen werden kann...Sont papiers-valeurs tous les titres auxquels un droit incorporé est incorporé d'une manière telle qu'il soit impossible de le faire valoir ou de le transférer indépendamment du titre. Zdroj: Schweizerische Eigenossenschaft [online]. 2011 [cit. 2012-01-22]. Fünfte Abteilung: Die Wertpapiere Dreiunddreissigster Titel: Die Namen-, Inhaber- und Ordrepapiere Erster Abschnitt: Allgemeine Bestimmungen Art. 964. Dostupné z WWW: <<http://www.admin.ch/ch/d/sr/220/a965.html>>.

Zcela nepovšimnuta však zůstává legální definice cenného papíru, kterou uvádí slovenský zákon o cenných papírech: „*Cenný papier je peniazmi oceniteľný zápis v zákonom ustanovenej podobe a forme, s ktorým sú spojené práva podľa tohto zákona a práva podľa osobitných zákonov, najmä oprávnenie požadovať určité majetkové plnenie alebo vykonávať určité práva voči zákonom určeným osobám.*“⁵⁶ Slovenský zákonodárce tedy klade důraz na ocenitelnost penězi a tuto ocenitelnost vztahuje k zápisu, se kterým jsou spojena práva vyplývající z právních předpisů, což je determinováno faktem, že **slovenský zákon podává taxativní výčet druhů cenných papírů a nepovoluje vydávání nepojmenovaných, právem neupravených, cenných papírů.**

Zákonná koncepce institutu cenných papírů se v českém právu v průběhu času vyvíjela. **Do září 2000 obsahoval zákon o cenných papírech numerus clausus cenných papírů -** §1 odst. 1 v tehdy platném znění byl uvozen slovy: "*Tento zákon se vztahuje na tyto druhy cenných papírů...*", následovanými taxativním výčtem jednotlivých druhů cenných papírů se zbytkovou kategorií jiných listin, které byly za cenné papíry prohlášeny zvláštními zákony.⁵⁷ Pro takto vymezené cenné papíry zavedl legislativní zkratku *listinné cenné papíry*.⁵⁸ Zároveň stanovil, že pokud tak stanoví zákon, může být listina nahrazena zápisem do zákonem stanovené evidence, pro což zavedl zkratku *zaknihovaný cenný papír*. Taxativní výčet byl zákonem č. 362/2000 Sb., kterým se mění zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony (dále jen "zákon č. 362/2000 Sb.") **s účinností od 1.1.2001 nahrazen výčtem demonstrativním**, když bylo do návěští tohoto ustanovení doplněno slovo „zejména“. Ve výčtu byla nicméně ponechána

⁵⁶ Viz § 2 zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papírech a investičních službách (zákon o cenných papírech) a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov [online]. [cit. 2012-01-31].

Dostupný z WWW:

<http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Legislativa/_UplneZneniaZakonov/Z5662001.pdf>.

⁵⁷ Prof. Pelikánová: „Kvalifikaci listiny jako cenného papíru tedy není naším pozitivním právem ponechána smluvní volnost stran.“. PELIKÁNOVÁ, Irena. Komentář k obchodnímu zákoníku. 2.díl (s přihlédnutím k evropskému právu). s. 602. Praha : Linde, 1998.

⁵⁸ Takto vymezuje přípustné druhy cenných papírů i výše citovaný platný slovenský zákon o cenných papírech.

zbytková kategorie jiných listin, které mohly být za cenné papíry prohlášeny zvláštními zákony. Praktickým příkladem, kdy zákonodárce využil oprávnění prohlásit listinu za cenný papír, byl vkladní list, který je upraven v § 786 občanského zákoníku. Toto pravidlo bylo součástí zákona o cenných papírech až do účinnosti novely provedené zákonem č. 308/2002 Sb., kterým se mění zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony (dále jen „zákon č. 308/2002 Sb.“).

Z výčtu cenných papírů v § 1 zákona o cenných papírech vyplývá, že zákon za cenné papíry výslovně prohlašuje akcie, zatímnní listy, poukázky na akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, kupóny, opční listy, směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy a zemědělské skladní listy. **Zákon o cenných papírech jednotlivé druhy cenných papírů dále neupravuje**, stanoví pouze pravidla pro všechny cenné papíry společná, přičemž konkrétní právní úpravu ponechává na zvláštních zákonech. Výjimkou jsou kupóny, jejichž úpravu obsahuje § 12 zákona o cenných papírech.

Nový občanský zákoník zavádí definici cenného papíru, zcela mění dosavadní pojetí rovnocennosti listinných a zaknihovaných cenných papírů a opouští dosavadní pojetí dvojí podoby cenných papírů. Cenný papír definuje jako listinu, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez této listiny uplatnit ani převést (§ 514 nového občanského zákoníku). Cenným papírem tedy bude pouze listinný cenný papír. Z definice vyplývá, že výčet druhů cenných papírů není uzavřen a bude možno vydat jakýkoli cenný papír, který není jako druh cenného papíru zákonem upraven. Bude-li cenný papír nahrazen zápisem do příslušné evidence a nebude-li jej možno převést jinak než změnou zápisu v této evidenci, půjde o zaknihovaný cenný papír (§ 525 nového občanského zákoníku). Z toho vyplývá, že **zaknihovaný cenný papír nebude cenným papírem ve smyslu zákona, ale pouze jeho náhražkou.**

2.3 VZNIK A POJEM ZAKNIHOVANÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ A TENDENCE K OBLIGATORNÍ DEMATERIALIZACI

Zaknihovaná podoba cenných papírů se samozřejmě vyvinula až s rozvojem informačních technologií, tedy mnohem později než listinná. **Historický vývoj k dematerializaci cenných papírů prošel čtyřmi fázemi, které ale nevymizely a zůstávají v právních rádech v různých podobách zachovány.** V českém právu jsou umožněny všechny uvedené varianty cenných papírů.

Původní podobou cenných papírů je listina. Pro nabytí a výkon práv spojených s cenným papírem, bylo nutné listinu, v níž bylo právo inkorporováno, předložit – cenný papír byl nerozdílně spojen s hmotným substrátem. Ještě v 60. letech se v USA trvalo na listinné podobě cenných papírů, nicméně v souvislosti s obrovským rozvojem obchodování, ke kterému v této době došlo, se ukázalo, že **listinná podoba není pro obchodované cenné papíry prakticky použitelná.** Z důvodu bezpečnosti byly listinné cenné papíry většinou **uloženy v úschově u bank**, tudíž pro účinnost převodu nebo pro uplatnění práva z cenného papíru bylo nutno cenné papíry nejprve vyzvednout z úschovy, poté je fyzicky předat nabyvateli nebo předložit k uplatnění práva a posléze je znovu uložit do úschovy; což bylo nejen velmi nepraktické, ale taktéž zvyšovalo transakční náklady spojené s vlastnictvím listinných cenných papírů a snižovalo bezpečnost dispozice s nimi. Uschovatel navíc musel vést evidenci o jednotlivých vlastnících cenných papírů a jimi uschovanými cennými papíry, aby měl přehled o jejich vlastnících. Pro umožnění **mezibankovních obchodů se cenné papíry začaly dávat do úschovy ke třetí osobě, centrálnímu depozitáři.**

Cenné papíry se proto začaly při předání do úschovy imobilizovat. Při imobilizaci se sice cenný papír stále vydává jako listinný, avšak posléze se imobilizuje, emise listinných cenných papírů se uloží do úschovy a osoba, která má cenné papíry u sebe v úschově, **vydává potvrzení o existenci těchto cenných papírů, kterým se může jejich vlastník**

v případě potřeby prokazovat.⁵⁹ Převod je možný bez toho, že by takové cenné papíry opustily úschovu, neboť **schovatel pouze provádí zápis o změně vlastníka ve své evidenci**, která se týká převáděného cenného papíru. Kromě vydání cenného papíru v listinné podobě je tedy s daným cenným papírem nakládáno formou zápisu v elektronické evidenci o tomto cenném papíru. Faktická podoba se zaknihovanými cennými papíry je uznána i platným právem, když zákonodárce výslovně stanoví, že na imobilizované cenné papíry se přiměřeně použijí ustanovení zvláštního právního předpisu o zaknihovaných cenných papírech, pokud zákon nestanoví jinak. S počátky imobilizace tak **hmotný substrát cenného papíru přestal plnit svoji nezastupitelnou úlohu** při nabývání cenných papírů a uplatňování práv z nich vyplývajících. Ze všech tří vývojových stádií na cestě k zaknihování cenných papírů je ve světě právě imobilizace tou **nejčastější. Je to dáno jednak historicky, a jednak nižšími náklady**, než jaké jsou spojeny se zaknihováním cenných papírů v centrálních depozitářích. Imobilizace cenných papírů se používá zejména v případech, kdy je listinný cenný papír obchodován na tržních platformách, kde by obchodování s neimobilizovanými listinami nebylo prakticky proveditelné.

Další fází na přechodu k dematerializaci se stalo nahrazení vydávaných listinných cenných papírů jednou listinou. Tou mohou být nahrazeny všechny cenné papíry vydané v jedné emisi nebo i jen část emise.⁶⁰ **Je-li takový cenný papír uložen do úschovy, je ostatní totožné jako u imobilizovaných cenných papírů** – následné převody

⁵⁹ V českém právu je imobilizace obsažena v ustanovení § 38 zákona o cenných papírech, které upravuje imobilizaci cenných papírů jako zvláštní formou smlouvy o úschově cenných papírů, při níž ukládá do hromadné úschovy listinné cenné papíry sám emitent. Vlastník imobilizovaného cenného papíru má ale právo požadovat na emitentovi, aby mu bez zbytečného odkladu cenný papír odevzdal (§ 38 odst. 3 zákona o cenných papírech).

⁶⁰ Sběrná listina je v českém právu upravena pouze pro dluhopisy, a to v § 35 a 36 zákona o dluhopisech. Sběrný dluhopis představuje souhrn jednotlivých dluhopisů dané emise a je společným vlastnictvím vlastníků podílů, ale zákon výslovně nepovoluje použití ustanovení občanského zákoníku o spoluvlastnictví. Přestože je sběrný dluhopis listinným cenným papírem, chová jako zaknihovaný cenný papír. V případě sběrné listiny se vlastníci jednotlivých cenných papírů stávají spoluvlastníky podílu na sběrné nebo hromadné listině. Naopak práva z hromadné listiny dělit na podíly nelze.

a přechody se pouze vyznačují v evidenci bez toho, aniž by bylo nutné se sběrnou nebo hromadnou listinou jakkoli fyzicky nakládat.⁶¹ Nicméně i v této fázi se stále ještě jedná o vydání listinného cenného papíru, jeho následné uložení a vedení evidence o *cenném papíru*.⁶²

Poslední velmi výraznou etapou v historickém vývoji cenných papírů je proces vedoucí k jejich úplné dematerializaci, tedy postupné opouštění hmotného substrátu jakožto bezpodmínečného znaku cenného papíru. Rozvoj výpočetní techniky a informačních technologií umožnil vůbec nevydávat cenné papíry v listinné podobě, ale přistoupit k jejich vydání pouhým záznamem v evidenci cenných papírů, kde se pochopitelně též zaznamenávají veškeré změny, převody a přechody cenného papíru. **Zaknihování znamená, že cenný papír vůbec ve fyzické formě neexistuje a osoba vedoucí evidenci pouze vede evidenci práv z cenného papíru vyplývajících. V této fázi se tedy evidence o cenných papírech mění na evidenci cenných papírů.** Nemusí jít přitom pouze o evidenci vedenou centrálním depozitářem, ale jakýkoli subjekt, který je k tomu daným právním řádem oprávněn.

Základní podobou cenného papíru je tedy podoba listinná, v níž mohou být vydány všechny cenné papíry, nestanoví-li zvláštní zákon jinak. Mimo to jsou cenné papíry vydávány i v podobě zaknihované, kdy je listina nahrazena zápisem do zákonem stanovené evidence. **Nedostatky platné právní úpravy nedefinující zaknihovaný cenný papír nic nemění ani na doktrinálním vymezení, jež bude třeba vyvodit z definice listinného cenného**

⁶¹ Nový občanský zákoník upravuje úschovu cenných papírů, která zahrnuje též imobilizaci cenných papírů a hromadnou úschovu, v rámci úpravy závazků ze schovacích smluv. Přebírá pravidla stanovená zákonem o cenných papírech, úprava těchto institutů tak zůstane i po nabytí účinnosti nového občanského zákoníku nezměněna. Pouze se kvůli evidenci o zahraničních listinných cenných papírech stanoví, že se na ně podpůrně použijí ustanovení o zaknihovaných cenných papírech v těch případech, kdy nelze požadovat vydání jednotlivého cenného papíru (§ 2414 nového občanského zákoníku).

⁶² Imobilizované cenné papíry a hromadné a sběrné listiny jsou stále listinnou podobou cenných papírů, ale svoji povahou tvoří vývojový mezistupeň mezi listinnými a zaknihovanými cennými papíry.

papíru. Zaknihovaný cenný papír je charakterizován dokonce **dvojí fikcí**. Nejprve fikcí, která je společná listinným i zaknihovaným cenným papírům, totiž že v listinném substrátu je inkorporováno subjektivní právo. A posléze **fikcí existence hmotného substrátu**, který je v případě zaknihovaných cenných papírů nahrazen zápisem do evidence majícím podobu souhrnu obligatorních a fakultativních údajů nahrazujících listinný cenný papír.

Z toho pak dle mého názoru lze logicky vyvodit závěr o možném vymezení zaknihovaného cenného papíru jako *elektronického záznamu, z něhož vyplývá takové subjektivní majetkové právo, které bez něj nemůže být uplatněno ani převedeno a s jeho zánikem zaniká.*

Specifická podoba určuje odlišný způsob držení zaknihovaných cenných papírů, nakládání s nimi a prokazování oprávnění práv z něj vyplývajících. Jelikož se jedná o záznam v elektronické evidenci, nedisponuje vlastník zaknihovaného cenného papíru s listinou. Práva spojená se zaknihovaným cenným papírem vykonává ten, kdo je zapsán v evidenci. Za důkaz existence cenného papíru a osoby jeho vlastníka je proto nutno právním předpisem stanovit výpis z evidence cenných papírů, byť s možností prokázání opaku. Výpis z evidence ale samozřejmě sám cenným papírem není. Právě s ohledem na odlišnou povahu a odlišné nakládání se zaknihovanými cennými papíry se objevují názory, že se již nejedná o cenné papíry, ale o zcela zvláštní institut, který by měl být i jinak legislativně pojmenován. K tomu došlo například ve švýcarském právu, kde se označují jako *Wertrechte*. **Domnívám se však, že za situace, kdy zaknihovaný cenný papír je věcí a nikoli právem, jako je tomu v některých právních řádech, není pro takovou terminologickou distinkci důvod – podoba cenného papíru pouze vyjadřuje hmotnou nebo nehmotnou povahu substrátu, v němž je příslušné právo inkorporováno. Zaknihovaný cenný papír je tak pouze jiným technickým provedením listinného cenného papíru, což sice determinuje například zmiňované účinky nakládání s cenným papírem nebo způsob prokazování jeho vlastnictví, nicméně nemá vliv na rozsah a obsah práva z cenného papíru, který je v obou případech totožný.**

Zatímco na vyspělých kapitálových trzích převládá imobilizace, v České republice je díky vývoji po roce 1993 situace jiná, neboť pro potřeby kupónové privatizace byla zavedena povinnost akcie privatizovaných společností zaknihovat; proto je zde podíl zaknihovaných cenných papírů mnohem vyšší než na jiných kapitálových trzích. V zahraničí jde o formu, která se využívá spíše pro veřejnoprávní emise.⁶³

Účel vzniku zaknihovaných cenných papírů je zřejmý – manipulace s listinnými cennými papíry je nepohodlná a nepraktická a obchodování s cennými papíry činí jen obtížně proveditelným. Nespornou nevýhodou listinných cenných papírů je též jejich menší **bezpečnost**, když může poměrně lehce dojít k jejich odcizení nebo zničení. Přirozený příklon k vydávání cenných papírů v zaknihované podobě nebo v listinné podobě s následnou imobilizací tedy pramení z výhod těchto institutů. Pro některé cenné papíry zákon obligatorně stanoví zaknihovanou podobu. Nečiní tak ovšem pro některé druhy cenných papírů, ale pouze pro některé typy emitentů.⁶⁴

Diskutabilní a dle mého názoru ve svých důsledcích nepříliš přínosný, je tlak na imobilizaci nebo dematerializaci cenných papírů veden také ze strany státu, který má zájem na možnosti zjištění vlastníka cenných papírů a omezení anonymity akcionářských struktur akciových společností. Hlavním argumentem těchto snah je, že netransparentní prostředí akciových společností může vést k vyššímu riziku, že prostřednictvím těchto společností bude docházet k legalizaci výnosů z trestné činnosti. Druhým důvodem je snaha vyloučit korupční jednání vyplývající z rizika střetu zájmů a dalších rizik, jejichž *"důsledkem je nelegální či nehospodárné jednání osob reprezentujících veřejnou moc..."*.⁶⁵ Dle připravovaného zákona o zvýšení transparentnosti

⁶³ ELEK, Štefan. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. Právní rozhledy. 2002. č. 8. s. 361.

⁶⁴ Jedná se o zásadně o účastnické cenné papíry, například podle § 20 zákona o bankách může banka vydávat akcie, s nimiž je spojeno hlasovací právo, pouze jako akcie zaknihované.

⁶⁵ Viz důvodová zpráva k návrhu zákona o zvýšení transparentnosti právnických osob a o změně dalších zákonů.

právnických osob má zůstat možnost společnosti emitovat akcie na majitele zachována, ovšem pouze za předpokladu jejich zaknihování u centrálního depozitáře, nebo jejich imobilizace u banky.⁶⁶

V souladu s tímto vývojovým trendem přišla **rekodifikační úprava** s pravidlem, že společnost může vydat akcie na majitele pouze jako zaknihovaný cenný papír nebo imobilizovaný cenný papír (§ 263 zákona o obchodních korporacích).

Snahy o dematerializaci příp. zaknihování cenných papírů nicméně nejsou vázány jen na Českou republiku. Povinné zaknihování cenných papírů je například již od roku 1984 realitou ve Francii⁶⁷. **Dle připravovaného Nařízení o CSD by měla být od roku 2020 zavedena povinná evidence všech převoditelných cenných papírů.** Stejně jako v případě návrhu českého zákona, i v tomto případě se umožňuje dvojí způsob provedení, a to buď cestou imobilizace cenných papírů vydáním hromadného cenného papíru nebo prostřednictvím přímé dematerializace.⁶⁸

Domnívám se, že představené řešení nepřinese výraznou změnu. Právní vlastníci akcií zapsaní v evidenci zaknihovaných nebo imobilizovaných cenných papírů totiž nemusí být totožní se skutečnými vlastníky, které lze rozličnými způsoby ponechat v anonymitě. Česká evidence zaknihovaných nebo imobilizovaných cenných papírů

⁶⁶ Pokud akciové společnosti transformaci neprovedou, budou se považovat listinné akcie na majitele za listinné akcie na jméno. Dá se předpokládat, že nejčastějším typem akcií, na které budou současné anonymní cenné papíry měněny, budou akcie na jméno, neboť se jedná o nejjednodušší a nejméně nákladnou změnu; navíc změnu, ke které dojde ex lege, nezmění-li akcie podobu akcií nebo neimobilizuje-li je společnost před rozhodným datem. Akcionáři se poté budou muset nechat zapsat do seznamu, který povede společnost, jinak nebudou moci vykonávat svá akcionářská práva.

⁶⁷ Čl. 94-II finančního zákona č. 81-1160 z 30. prosince 1981 vstoupil v platnost 3. listopadu 1984.

⁶⁸ Je však nutno zdůraznit, že důvody pro toto opatření jsou zcela odlišné od pohnutek předkladatele návrhu zákona o zvýšení transparentnosti právnických osob; motivem evropské zákonodárné iniciativy je zejména možnost zajistit vypořádání předmětných cenných papírů ve vypořádacím systému za účelem omezení systémového, úvěrového rizika a rizika likvidity centrálních depozitářů jakožto instituce klíčové pro fungování trhů s cennými papíry.

je navíc pouze dvoustupňová, takže **v případech zřetězení zprostředkovatelů, jejichž prostřednictvím jsou cenné papíry drženy, ani nelze evidenci konečných vlastníků předpokládat.** Platí-li navíc o vlastnictví cenných papírů evidovaných na účtech vlastníka pouze vyvratitelná právní domněnka, dá se předpokládat, že toho bude využíváno a ekonomičtí vlastníci budou prokazovat důkaz opaku jen, bude-li to v jejich prospěch, v ostatních případech budou jako vlastníci vystupovat majitelé účtů vlastníků. Povinné zaknihování nebo imobilizace akcií tak utajení skutečných vlastníků pouze zkomplikuje. **Komplikace, další administrativní zátěž a vyšší náklady však připravovaná úprava přinese všem akciovým společnostem a jejich společníkům a její proporcionálnost je tak diskutabilní.**

Český zákon navíc nic neudělá s právními řády jiných zemí. Především **nejsme schopni zakázat působení zahraničních společností s anonymními akciemi u nás. Nedohledatelným je také vlastník, povede-li evidence cenných papírů do zahraničí.** Zatímco podle současné právní úpravy mají osoby vedoucí evidenci investičních nástrojů povinnost poskytovat určitým osobám údaje z této evidence (tj. zejména o vlastnících), po přijetí Nařízení o CSD zavádějícím právo emitentů zaevidovat své cenné papíry u jakéhokoli centrálního depozitáře povoleného v Evropské unii, klesne efektivita takového opatření ještě více.

2.4 PRÁVNÍ POVAHA ZAKNIHOVANÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ

Vztah majitele k cennému papíru je **právem absolutním**, zatímco v případě oprávnění vyplývajících pro majitele z práv v cenném papíru inkorporovaných a jim odpovídajících povinností třetích osob, se jedná o **vztah relativní**. Co se týče listinných cenných papírů, obecně nevznikaly pochyby o jejich právní povaze jakožto o věci movité. Nezpochybňovala se tudíž ani způsobilost listinných cenných papírů být předmětem vlastnického práva.

Jiná však byla situace u zaknihovaných cenných papírů. **Namítána byla fyzická neexistence zaknihovaného cenného papíru** s tím, že záznam v evidenci nemůže být považován za věc způsobilou být předmětem fyzické držby a tudíž ani vlastnického práva. Právě **nerozlišování hmotného substrátu cenného papíru a práv v něm inkorporovaných vedlo zpočátku k názoru, že cenný papír je jiná majetková hodnota, popřípadě právo.**⁶⁹ Takový názor zastával též Vrchní soud v Praze v rozhodnutí ze dne 24. března 1998, sp. zn. 5 Cmo 423/97: *"Především je nutno poukázat na skutečnost, že v tomto případě jde o zaknihované cenné papíry, které fyzicky neexistují a existují jen jako evidované položky ve Sředisku cenných papírů. Nesplňují tedy předpoklady předmětu vlastnictví ve smyslu § 123 ObčZ, zejména je nelze držet. Proto také zákon o cenných papírech důsledně hovoří nikoliv o vlastníku cenného papíru, ale o jeho majiteli. Zaknihované cenné papíry jsou v majetku určité osoby, nikoliv v jejím vlastnictví..."*. Prof. Pelikánová pak v souvislosti s analýzou problematiky kontinuity zástavního práva na přeměňovaný cenný papír uvádí následující: *"Jestliže bychom naopak řekli, že i nový papír je zastaven, popřeli bychom... do určité míry povahu cenného papíru, který je svou podstatou ztělesněním subjektivního práva do hmotného substrátu (nebo jeho náhražky v podobě zápisu v evidenci), takže subjektivní právo sleduje osud tohoto substrátu, a popřeli bychom také povahu zástavního práva jako věcného práva vázaného na zastavený předmět."*⁷⁰. I zde je patrný důraz na hmotný substrát, nikoli na práva z cenného papíru vyplývající.

Zejména s ohledem na zajištění určité dávky jistoty při obchodování s cennými papíry a potřebou vyvolanou snahou o rozvoj a standardní fungování českého kapitálového trhu v mezinárodním měřítku, se však názory na právní povahu zaknihovaných cenných papírů stále více přikláněly k tvrzení, že i zaknihovaný cenný papír může být předmětem vlastnického práva, s dle mého názoru zcela logickým odůvodněním, že věcí není nosič, tedy hmotný substrát, ale právě hodnota práva v cenném papíru

⁶⁹ ELEK, Štefan. Výkon rozhodnutí postižením cenných papírů. Právní rozhledy. 1997.

⁷⁰ PELIKÁNOVÁ, Irena. Zástavní právo k cennému papíru. Právní zpravodaj. 2010.

inkorporovaná.⁷¹ Relativně najisto postavila právní režim zaknihovaných cenných papírů novela zákona o cenných papírech provedená zákonem č. 362/2000 Sb., podle jehož § 1 odst. 2 se na cenné papíry – tedy jak na zaknihované, tak na listinné – vztahují ustanovení o věcech movitých, nestanoví-li tento zákon nebo zvláštní předpis jinak. **Zákonodárce tedy podřadil právní režim cenných papírů pod režim věcí movitých, byť nestanovil výslovně, zda je za věci movité považuje.** Zachována zůstala i terminologie zákona, která hovořila o majetkových právech a vlastníka cenného papíru nazývala majitelem. Tato nekonzistence byla změněna zákonem č. 257/2004 Sb. Přestože se tím i nadále někteří autoři zabývají, **domnívám se, že mezi ustanovením o aplikaci ustanovení o věcech movitých a výslovným prohlášením o povaze cenných papírů není praktický rozdíl, tudíž další debaty jsou spíše doktrinárními úvahami bez přesahu do praxe,** v níž již v současné době není pochyb, že zaknihovaný cenný papír je movitá věc, která je předmětem vlastnického práva, a oprávněným z této listiny je její majitel.

Nový občanský zákoník přináší revoluční novinku, když zavádí odlišnou koncepci věcí. Věcí je dle nového občanského zákoníku *vše, co je rozdílné od osoby a slouží potřebě lidí.* Není bez zajímavosti, že dle tohoto vymezení věci budou věci i práva, samozřejmě včetně práva k věci. Pojmově se vymezují nemovité věci, zatímco věcmi movitými jsou ostatní věci, které do této kategorie nespádají. **Je tedy zřejmé, že v režimu nového občanského zákoníku již nemají úvahy o povaze cenného papíru prostor: byť se mění koncepce pojetí zaknihovaných cenných papírů, které již cennými papíry nebudou, budou zaknihované cenné papíry bez dalšího věcmi movitými.**

⁷¹ Srov. např. BRZOBOHATÝ, Tomáš. Povaha cenného papíru jako předmětu soukromoprávního vztahu. Právní praxe v podnikání. 1998. č. 7.

2.5 VYDÁNÍ CENNÝCH PAPÍRŮ

Teorie cenných papírů rozšiřuje tři teorie vydání cenných papírů: teorii kreační, smluvní a teorii domnělého práva. **Dle kreační teorie se cenný papír stává cenným papírem okamžikem, kdy je vytvořen a kdy splňuje všechny požadavky na své náležitosti.** Pro zastánce této teorie tak **není důležitá platnost nabytí prvním vlastníkem ani další dispozice s cenným papírem.** K uplatnění nároku na plnění z cenného papíru postačí pouze jeho předložení bez ohledu na okolnosti jeho nabytí, z čehož ovšem plynou zřejmé nevýhody této teorie jak pro emitenta cenného papíru, tak pro jeho oprávněné držitele. Druhou teorií je **smluvní teorie**, která platila v českém právním řádu do 11. července 2002. Dle této teorie nejsou rozhodující jen všechny formálně právní náležitosti, ale **rozhodující je též uvedení cenného papíru do oběhu, cenný papír tedy musí být řádně předán prvnímu nabyvateli.** Tato teorie chrání emitenta cenného papíru, ale není výhodná pro věřitele nebo třetí osoby; které by musely zkoumat podmínky vydání. Pokud by byl cenný papír neplatně vydán, například předán prvnímu majiteli na základě neplatné smlouvy, nejednalo by se vůbec o cenný papír, což představuje obrovskou právní nejistotu pro všechny další nabyvatele cenného papíru, kteří nabývají cenné papíry v dobré víře, že se jedná o platně vydané cenné papíry. Smluvní teorie vydávání cenných papírů je tak v rozporu se zájmem na plynulost oběhu cenných papírů. Proto byla zákonem o cenných papírech tato teorie opuštěna.

V rámci novely zákona o dohledu provedené zákonem č. 308/2002 Sb. došlo s účinností od 12. července 2002 z výše uvedených důvodů ke změně teoretického východiska pro vydávání cenných papírů a smluvní teorie byla **nahrazena teorií domnělého práva.**⁷² Teorie domnělého práva (Rechtsscheintheorie), která převažuje v německy mluvících jurisdikcích, vychází ze smluvní teorie a její podstatou je **odpovědnost výstavce cenného**

⁷² Těžiště právní úpravy vydávání cenných papírů obsažené v § 5 odst.1 zákona o cenných papírech bylo doplněno o odstavce 7 a 8. V důsledku zrušení tehdejších odstavců 4 až 6 zákonem č. 257/2004 Sb., došlo k přecíslování odstavců a v platném znění zákona se jedná o odstavce 4 a 5.

papíru za jeho vydání a právní ochrana jejího nabyvatele.⁷³ Podle § 5 odst. 4 zákona o cenných papírech platí, že cenný papír je vydán dnem, kdy splňuje všechny náležitosti pro něj zákonem nebo jiným právním předpisem stanovené a kdy se v souladu se zákonem stanoveným způsobem stane majetkem prvního nabyvatele. Zákon dále chrání dobrou víru nabyvatele, když stanoví, že obsahuje-li cenný papír všechny náležitosti stanovené pro něj právním předpisem, je řádně vydán i přesto, že nebyly dodrženy náležitosti postupu při jeho vydání nebo že se nestal zákonem stanoveným způsobem majetkem svého prvního nabyvatele, byl-li první nebo kterýkoliv další nabyvatel v dobré víře, že nabývá řádně vydaný cenný papír.⁷⁴

Teorie vychází z **myšlenky, že pokud má cenný papír všechny formální náležitosti, není důležité, že nebyly nedodrženy náležitosti postupu, je-li nabyvatel v dobré víře, že nabývá platně vydaný cenný papír.** Dobrá víra tedy může zhojit všechny vady, týkající se postupu při vydání, kromě vad formálních. Cenný papír musí splňovat zákonem stanovené podmínky na obsah, formu i podobu; tedy podmínky podle § 4 zákona o cenných papírech a náležitosti podle zvláštních právních předpisů upravujících jednotlivé druhy cenných papírů. Vydání cenného papíru zakládá právní domněnku, že práva a povinnosti z cenného papíru vznikly platně a jeho výstavce je z něj proto zavázán a nese plnou odpovědnost za právní vady související s vydáním. Cenný papír je i přes tyto formální vady platně vydán. Chráněn je ten, kdo se domníval, že je cenný papír vydaný řádně. Cenný papír tedy bude řádně vydán i v případě, že se oprávněný první nabyvatel nestane majitelem cenného papíru, za předpokladu, že cenný papír nabyde v dobré víře osoba jednající jako první nabyvatel. U dalšího nabyvatele se dobrá víra váže na řádné vydání cenného papíru. V dobré víře je ten, kdo je důvodně přesvědčen o oprávněnosti svého jednání. Dobrá víra je primárně stavem vědomí a u právnických osob se odvozuje od dobré víry osob, které

⁷³ KOTÁSEK, Josef a kol. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009, s. 66.

⁷⁴ Tím samozřejmě není dotčena odpovědnost osob, které porušily povinnosti při vydávání cenných papírů. Není-li prokázán opak, má se za to, že nabyvatel jednal v dobré víře.

za právnickou osobu jednají. **Z výše uvedeného vyplývá, že podstatné pro platné vydání cenného papíru je dodržení zákonných požadavků na formální náležitosti cenného papíru a dobrá víra jeho nabyvatelů.**

Aktivně legitimován k podání určovací žaloby je každý, kdo prokáže naléhavý právní zájem na takovém určení. Z povahy věci vyplývá, že rozhodnutí soudu má samozřejmě deklaratorní povahu. Pokud jde o vyvratitelnou domněnku dobré víry, dobrá víra musí být zkoumána k okamžiku nabytí cenného papíru. Nabude-li rozhodnutí právní moci deklarující chybějící dobrou víru do doby než se stane nabyvatelem další osoba v dobré víře, nebyl cenný papír platně vydán. Osoba odlišná od oprávněného prvního nabyvatele takovým rozhodnutím pozbývá práva vyplývající z cenného papíru a tato práva nabyde osoba prvního oprávněného nabyvatele. Dojde-li k dalšímu převodu cenného papíru do doby nabytí právní moci rozhodnutí, může – samozřejmě opět za předpokladu existence dobré víry – dojít k nabytí cenných papírů v dobré víře a platí, že cenný papír byl platně vydán.

Závěry judikatury k teorii vydání cenného papíru jsou dobře patrné z **rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 15. listopadu 2004, sp. zn. 29 Odo 338/2004**. V případě šlo o spor mezi akciovou společností, resp. správcem její konkursní podstaty, a bývalým akcionářem o zaplacení nesplaceného emisního kursu akcií.⁷⁵ **Dle mého názoru zásadní**

⁷⁵ V projednávané věci došlo k tomu, že společnost vydala zakladateli dva zatímní listy, které pak zakladatel dále převedl na dva různé nabyvatele, kteří poté převedli každý svůj zatímní list na společného nabyvatele. Společnost však měla podle obchodního zákoníku upisovateli vydat pouze jeden zatímní list. Obchodní zákoník dále upravuje ručení převodce zatímního listu tak, že převede-li vlastník zatímního listu zatímní list na jinou osobu před splacením emisního kursu nesplacených akcií, ručí za splacení zbytku emisního kursu. Společnost, resp. správce její konkursní podstaty tedy požadoval po původních dvou akcionářích doplacení nesplaceného emisního kursu akcií z titulu ručení převodce za nabyvatele. Žalovaní, krom námitky nedostatku formálně právních náležitostí zatímních listů, která však v tomto případě není významná, poukazovali na skutečnost, že byly vydány na akcie téhož druhu dva zatímní listy, ačkoli podle kogentního ustanovení § 176 odst. 1 obchodního zákoníku ve znění tehdy platném, měl být vydán zatímní list jediný, z čehož dovozovali, že je nutno na takto vydané zatímní listy hledět podle ustanovení § 5 odst. 1 zákona o cenných papírech, jako by dosud nebyly vydány a nelze s nimi tudíž spojovat účinky vyplývající z ustanovení § 176 obchodního zákoníku.

a jednoznačný závěr Nejvyššího soudu shrnul podstatu ustanovení § 5 odst. 1 zákona o cenných papírech a postavil najisto, že z tohoto ustanovení lze dovodit, že cenný papír, který neobsahuje zákonem stanovené náležitosti, je neplatný, a zasluhuje si plnou citaci: „Dovolatelé dovozují, že určuje-li kogentní ustanovení § 176 odst. 1 obch. zák. v rozhodném znění, že společnost vystaví upisovateli pouze jeden zatímní list, způsobuje vystavení dvou zatímních listů jejich neplatnost podle ustanovení § 5 odst. 1 zák. č. 591/1992 Sb. (...) Tak tomu ale není. Z ustanovení § 5 odst. 1 zákona o cenných papírech lze pouze dovodit, že cenný papír, který neobsahuje zákonem stanovené náležitosti, je neplatný. Počet cenných papírů vydaných jednomu upisovateli však náležitostí cenného papíru není, a proto jeho neplatnost z uvedeného ustanovení dovodit nelze. Protože vydání více zatímních listů témuž upisovateli zakládá nanejvýš nedostatky postupu při vydávání cenných papírů, nelze neplatnost takto vydaných cenných papírů dovodit ani z jiného ustanovení obchodního zákoníku, zákona o cenných papírech či jiného zákona.“.

Paradoxní je, že senát Nejvyššího soudu, který rozhodoval v této kauze, v téměř stejném složení, vycházel o tři roky později z kreační teorie, kdy dne 22. srpna 2007 vydal rozhodnutí, sp. zn. 29 Odo 574/2006, ve kterém ve sporu o pohledávku ze směnky uvedl, že „Všeobecně je přitom zastáván názor, že kreační teorie ovládá i směnečné jednotné respektive unifikované zákony, vydané a základě ženevských úmluv z roku 1930..., a že mezi tyto zákony patří i směnečný zákon.... Ke kreační teorii se jako k východisku aplikace českého směnečného práva hlásí i současná literatura... a svým důrazem na abstraktní povahu směnečného závazku (v rovině případné vazby na závazkový vztah, který tvořil podklad pro vznik směnečného závazku) i ustálená judikatura, z níž vychází i rozhodování Nejvyššího soudu v této věci.“. Jedná se však o ojedinělý excés a zatím poslední rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 25. ledna 2012, sp. zn. 29 Cdo 4272/2011,

se opět vrací k teorii domnělého práva.⁷⁶ Nejvyšší soud v tomto sporu dovedl, že jakmile je ve stanovené evidenci proveden zápis cenných papírů na jednotlivé majetkové účty, je nutno takto zapsané akcie považovat za vydané a vlastníky cenných papírů jsou osoby, na jejichž účet byly cenné papíry připsány. Dle názoru Nejvyššího soudu by jakýkoli jiný závěr by byl „...v příkrém rozporu nejen s účelem ustanovení § 5 odst. 2 zákona o cenných papírech (...) a tedy s teleologickým výkladem citovaného ustanovení, ale i s jeho výkladem logickým a rovněž se zásadou právní jistoty a se zásadou ochrany třetích osob, které patří mezi základní zásady, na kterých je postaven český právní řád.“. Nejvyšší soud dále uvedl, že okamžik vydání cenného papíru musí být definován jednoznačně, tj. tak, aby nedocházelo k narušení právní jistoty osob, které v dobré víře vycházejí z toho, že došlo k vydání cenného papíru. K námitce dovolatelky, že cenné papíry nebyly vůbec platně vydány, tudíž neexistují a má být povinností emitenta tento stav napravit, uvedl, že „Při výkladu, který uplatňuje dovolatelka, by bylo možno kdykoli v budoucnu, bez jakéhokoli časového omezení, tedy třeba i za padesát či více let zpochybnit, zda došlo k vydání cenného papíru“.⁷⁷

⁷⁶ V projednávané věci šlo o úpis zaknihovaných akcií emitenta při zvýšení základního jmění společnosti, z něhož vyplynula žalobkyni povinnost uhradit emisní kurs upsaných akcií a žalované povinnost vydat upsané akcie žalobkyni, tj. nechat je připsat na její majetkový účet vedený tehdy ještě Střediskem cenných papírů. Ta tak učinila pouze z části, když na majetkový účet žalobkyně nechala připsat pouze zhruba třetinu upsaných akcií a zbytek nechala připsat na majetkový účet společnosti Kapitálového investičního fondu, s.r.o., která nebyla upisovatelkou akcií, ale se kterou zhruba rok předtím žalobkyně uzavřela smlouvu o převodu cenných papírů. Žalovaná se bránila tím, že její povinnost zajistit vydání zbytku upsaných akcií zanikla vydáním hromadných listin, které upsané akcie nahrazovaly. Odvolací soud však uzavřel, že závazek žalované vydáním těchto listin nezanikl, protože podle stanov, rozhodnutí představenstva o zvýšení základního jmění a výzvy k upisování akcií, měly být na zvýšení základního jmění vydány pouze zaknihované akcie. Přesto odvolací soud žalobě nevyhověl, neboť i zbývající dvě třetiny akcií byly dle jeho názoru vydány, neboť se staly zákonem stanoveným způsobem majetkem prvního nabyvatele.

⁷⁷ Nejvyšší soud se dále zabýval otázkou práva na náhradu škody a osoby k ní odpovědné: „Právo na náhradu škody vůči emitentovi však zůstává žalobkyni zachováno a kromě toho má, při splnění zákonem stanovených podmínek, právo na náhradu škody i vůči osobě, která cenné papíry převedla.... Právním důsledkem toho, že emitent případně nechal připsat akcie na zvýšení základního jmění na účet jiné osoby, než osoby, na jejíž účet byl povinen nechat akcie připsat, je zcela nepochybně vznik odpovědnosti emitenta za porušení povinnosti dát pokyn k připsání akcií na účet upisovatele... byly-li akcie, které měly být prokazatelně připsány na účet žalobkyně ve Středisku cenných papírů, připsány na účet někoho jiného, může se žalobkyně domáhat jejich

Ode dne vydání cenného papíru zákon odlišuje datum emise. Datem emise cenného papíru je datum označující den, kdy může dojít k vydání cenného papíru prvému nabyvateli,⁷⁸ a které určuje emitent.⁷⁹ Datum vydání a datum emise mohou spadat v jeden den, není však vyloučeno, že datum vydání bude následovat až po datu emise. **Ze znění ustanovení § 5 odst. 1 věta druhá zákona o cenných papírech vyplývá, že datum emise nemůže předcházet datu vydání – je logicky vyloučeno, aby se listinný cenný papír stal majetkem prvního nabyvatele dříve, než může dojít k jeho vydání prvnímu nabyvateli. Ani zaknihovaný cenný papír však nemůže být připsán ve prospěch majtkového účtu dříve, než dojde k jeho registraci v evidenci emise.**

2.6 K MOŽNOSTI VYDÁVÁNÍ NEPOJMENOVANÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ

Výše uvedené změny spočívající v zavedení demonstrativního výčtu cenných papírů a vypuštění pravidla, podle něhož musel listinu za cenný papír prohlásit zvláštní zákon, nahraovaly tvrzení, že zákonodárce zamýšlel umožnit vydávání nepojmenovaných (inominátních) cenných papírů. Důvodová zpráva k zákonu č. 362/2000 Sb. uvádí, že *"se upouští od dosavadního vymezení cenných papírů jejich taxativním výčtem"*,

převedení na svůj účet, a to i soudní cestou. Předpokladem pro takový postup však je průkaz, že k uvedené nesprávnosti skutečně došlo, tj. že osobě, na jejíž účet byly cenné papíry připsány, nevzniklo právo na jejich vydání.... Vedle práva domáhat se akcií na osobě, na jejíž účet byly neoprávněně připsány, má dovolatelka jak shora uvedeno, vůči žalované, pokud porušila povinnost nechat připsat akcie na její účet, nárok na náhradu veškeré škody, která ji v důsledku takového porušení povinnosti vznikla.... Jestliže však, jak naznačuje dovolatelka, došlo k převodu akcií na další osobu, uplatní se ustanovení § 20 zákona o cenných papírech, podle kterého, jestliže zvláštní zákon nestanoví jinak, stává se ten, na koho byl cenný papír převeden, majitelem tohoto cenného papíru i tehdy, jestliže převodce neměl právo listinný cenný papír převést, ledaže věděl, že převodce toto právo v době převodu neměl. V pochybnostech se dobrá víra předpokládá. Z uvedeného ustanovení vyplývá, že vůči poctivému nabyvateli by již žalobkyně neměla právo na převod akcií, neboť taková osoba je jejich oprávněným nabyvatelem.“

⁷⁸ Viz dle § 5 odst. 1 věta druhá zákona o cenných papírech

⁷⁹ Neurčuje-li zákon jinak. Příkladem je § 168 odst. 3 obchodního zákoníku, který upravuje povinnost akciové společnost vydat upisovatelům, kteří upsali akcie na základě veřejné nabídky akcií, zatímni listy nebo akcie po zápisu společnosti do obchodního rejstříku, a to na základě jimi předloženého potvrzení správce vkladu.

důvodová zpráva k zákonu č. 308/2002 Sb. žádné odůvodnění změny neuvádí. **Neexistence výslovného zákazu vydávat nepojmenované cenné papíry by sama o sobě hovořila pro možnost jejich vydání, odpůrci takového přístupu ale poukazují na nutnost vypořádat se ustanovením § 4 (náležitosti cenných papírů stanoví zákon nebo jiný právní předpis), a § 5 zákona o cenných papírech (cenný papír je vydán dnem, kdy splňuje všechny náležitosti pro něj zákonem nebo jiným právním předpisem stanovené).**

Možnost vydání nepojmenovaného cenného papíru podle stávající právní úpravy proto byla po dlouhou dobu považována za nejasnou. **Ve prospěch možnosti vydat takový cenný papír hovoří vypuštění požadavku na prohlášení listiny za cenný papír zvláštním právním předpisem z ustanovení § 1 zákona o cenných papírech, ovšem tato změna mohla být vykládána též tak, že uvedené ustanovení bylo nadbytečné s ohledem na požadavek § 4 na stanovení náležitostí cenného papíru právním předpisem.** Ten by totiž neměl v případě možnosti vydat nepojmenovaný cenný papír žádný smysluplný význam. P. Kotáb k tomu uvádí: *"Zákon ovšem nedává žádné vodítko, podle něhož by bylo možno uvedený demonstrativní výčet rozšiřovat o další druhy cenných papírů. Při zkoumání, zda lze i jiné než vyjmenované listiny považovat za cenné papíry, je při absenci případného výslovného prohlášení takové jiné listiny za cenný papír právním předpisem tedy nutno aplikovat shora uvedenou právně teoretickou definici shrnující obecné znaky cenného papíru."*⁸⁰

Své stanovisko k této problematice sdělila i Česká národní banka v Úředním sdělení ze dne 10. září 2007 k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem, kde se uvádí, že *"Inkonsistence jmenovaných ustanovení je zřejmé přehlédnutí. Obě ustanovení byla totiž naposledy změněna novelou provedenou zákonem č. 152/1996 Sb., kdy zákonodárce vycházel z původní koncepce taxativního výčtu cenných papírů. To, že při změně koncepce v roce 2000 nezměnil všechna navazující ustanovení,*

⁸⁰ BAKESŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009, s. 424.

lze proto označit za technické nedopatření. Rozpor mezi dvěma ustanoveními zákona je třeba řešit ve prospěch ustanovení speciálního a pozdějšího." **Dle mého názoru Česká národní banka tedy zcela logicky dovodila, že je možné vydat nepojmenovaný cenný papír, přestože obecně závazný právní předpis výslovně nestanoví jeho náležitosti. Právní úprava takového cenného papíru se bude řídit obecnými ustanoveními práva cenných papírů, ve speciálních otázkách analogicky normami upravujícími podobný pojmenovaný cenný papír.**⁸¹ Byť se jedná pouze o názor České národní banky, který nemá právní závaznost, jedná se o názor, který má váhu. V současné době se již s ohledem na výše uvedené argumenty možnost vydání nepojmenovaného cenného papíru prakticky nezpochybňuje. Při posuzování toho, zda je listina cenným papírem, je nutné se řídit primárně právním charakterem listin a z toho dovozovat, zda cennými papíry jsou nebo nejsou.

Z této logiky vychází i úprava nového občanského zákoníku, podle níž bude podmínkou vydání cenného papíru splnění náležitostí, které musí listina obsahovat, aby mohla být za cenný papír uznána. Za ně ustanovení § 515 nového občanského zákoníku výslovně pokládá údaje o emitentovi a právech spojených s cenným papírem, což postačí učinit poukazem na emisní podmínky. Těmi samozřejmě nejsou pouze emisní podmínky podle zákona o dluhopisech, ale jakýkoli dokument, z něhož budou požadované informace patrné. **Nový občanský zákoník tak výslovně připouští existenci takových druhů cenných papírů, které nejsou zákonem zvlášť upraveny, za předpokladu, že bude obsahovat podstatné náležitosti, aby mohla být za cenný papír uznána.**

⁸¹ Úřední sdělení České národní banky ze dne 10. září 2007 k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem.

2.7 PRÁVNÍ STATUS CENNÝCH PAPÍRŮ

Nesprávně je dle mého názoru v zákoně o cenných papírech řešeno určení právního statusu cenných papírů s konsekvencemi pro vymezení cenných papírů, které musí být obligatorně evidovány v centrálním depozitáři. Podle ustanovení § 1 odst. 3 zákona o cenných papírech je zahraniční cenný papír cenný papír vydaný v zahraničí, nestanoví-li zvláštní právní předpis jinak. A contrario je tedy tuzemským cenným papírem cenný papír vydaný v České republice. Vydáním cenného papíru se pak podle § 5 odst. 1 zákona o cenných papírech rozumí okamžik, kdy se cenný papír v souladu se zákonem stanoveným způsobem stane majetkem prvního nabyvatele. Výklad § 1 odst. 3 zákona o cenných papírech koriguje odkaz na zvláštní právní předpis v poznámce pod čarou, kterým je zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů, který v § 1 stanoví, že zahraničními cennými papíry jsou pro účely devizového zákona ty cenné papíry, jejichž emitentem je cizozemec, a tuzemskými cennými papíry ty, jejichž emitentem je tuzemec.⁸² **To, zda je cenný papír tuzemský nebo zahraniční, by tak bylo určováno tím, zda se jeho prvním nabyvatelem stane tuzemec nebo zahraniční subjekt, což je závěr nepochybně absurdní. Avšak ani příslušnost emitenta podle pravidla obsaženého v devizovém zákoně nemusí být pro určení právního statusu emitovaného cenného papíru určující. Pro rozlišení všech tuzemských a zahraničních cenných papírů tedy dle mého názoru nelze pouze těchto ustanovení využít.**

Tuzemskou nebo zahraniční povahu cenného papíru bude v některých případech třeba určovat i podle toho, dle kterého právního řádu je cenný papír vydán. V případě akcií, které nemohou být vydány podle cizího práva, je pro určení místa vydání rozhodující sídlo emitenta tohoto cenného papíru nebo právní řád státu, jímž se řídí vnitřní poměry emitenta. Avšak v případě dluhopisů, které podle cizího práva být vydány mohou, bude rozhodující

⁸² Tedy fyzická osoba s trvalým pobytem v tuzemsku nebo právnická osoba se sídlem v tuzemsku, cizozemcem se pak rozumí fyzická nebo právnická osoba, která nesplňuje předpoklady pro tuzemce.

spíše právo, kterým se řídí právní poměr, jehož úprava vydání dluhopisu zakládá. U dluhopisů přijímaných k obchodování na regulovaných trzích v několika státech, to ale může být spíše právo, kterým se řídí způsobilost k právům a vnitřní poměry emitenta.⁸³ Pro další cenné papíry přichází v úvahu i právo místa vydání nebo jiné ukazatele.

S vědomím rozdílů mezi jednotlivými druhy cenných papírů, rozlišuje kolizní kritéria, podle kterých se ve vztazích s mezinárodním prvkem stanoví rozhodný právní řád, který určí, zda je cenný papír platně vydán, zda obsahuje práva, která jsou s ním vzhledem k jeho povaze spojena takovým způsobem, že je po dobu jeho platnosti nelze bez cenného papíru uplatnit, a jaká práva a jaké právní účinky jsou s ním spojeny, i zákon o mezinárodním právu soukromém a procesním v ustanovení § 11a⁸⁴ s tím, že příslušné kolizní kritérium je nutno určit dle povahy cenného papíru.⁸⁵

Podstatné je, zda daný právní řád umožňuje vydávání cenných papírů podle zahraničního práva. **Není například možné, aby akciová společnost se sídlem na území České**

⁸³ Prakticky lze výše uvedené ilustrovat na příkladu cenných papírů vydaných lucemburskou společností ORCO: akcie ISIN LU0122624777 jsou zahraniční cenné papíry vydané podle lucemburského práva, podnikové dluhopisy ISIN FR0010108704 byly zahraničními cennými papíry vydanými podle francouzského práva a podnikové dluhopisy ISIN CZ0000000195 jsou zahraniční cenné papíry vydané podle českého práva.

⁸⁴ Uvedené ustanovení bylo do zákona doplněno zákonem č. 139/2011 Sb., kterým se mění zákon č. 284/2009 Sb., o platebním styku, ve znění zákona č. 156/2010 Sb., a některé další zákony, když se ukázalo, že přijetí nového zákona o mezinárodním právu soukromém a procesním je prozatím v nedohlednu. Nový zákon o mezinárodním právu soukromém byl vyhlášen ve Sbírce zákonů 22. března 2012 a nabyde účinnosti spolu s novým občanským zákoníkem 1. ledna 2014, přičemž obsahuje shodnou právní úpravu kolizních kritérií.

⁸⁵ Zákon o mezinárodním právu soukromém a procesním určuje jako kolizní kritéria:

- právo, kterým se řídí způsobilost k právům a vnitřní poměry práv. osoby, která cenný papír vydala,
- právo, kterým se řídí právní poměr, jehož úprava vydání cenného papíru zakládá,
- právo platné v místě, v němž byl cenný papír vydán,
- právo státu, v němž má sídlo nebo obvyklý pobyt osoba, která cenný papír vydává, neodpovídá-li povaze cenného papíru použití jiného práva, nebo
- právo, které je v cenném papíru určeno, jestliže to povaha cenného papíru připouští.

republiky vydala cenné papíry způsobem, který předpokládá přímé zaknihování u zahraničního depozitáře.⁸⁶ Navrhovanému postupu sice nebrání explicitní ustanovení obchodního zákoníku, z kogentní úpravy § 155 odst. 2 obchodního zákoníku a § 5 odst. 1 zákona o cenných papírech je však možné nedovolenost uvedeného postupu jednoznačně dovodit. Dále podle § 156 odst. 7 obchodního zákoníku práva spojená se zaknihovanou akcií na majitele vykonává osoba vedená v evidenci zaknihovaných cenných papírů podle zvláštního právního předpisu, kterým je nutně český právní předpis, tedy zákon o podnikání na kapitálovém trhu.

Rozlišení tuzemského a zahraničního cenného papíru je samozřejmě zásadní jak pro posouzení platnosti jeho vydání, tak posouzení toho, zda se vůbec jedná o cenný papír, určení platnosti převodu, vymezení práv s ním spojených a z mnoha dalších hledisek. Z hlediska zaměření této práce je tato otázka zásadní pro určení druhu evidence, ve které mohou být dané nástroje vedeny a které osoby jsou k její vedení oprávněné.⁸⁷

Jsem toho názoru, že určení právního statusu by se mělo řídit spíše podle pravidel stanovených zákonem o mezinárodním právu soukromém a procesním, nikoli dle § 1 odst. 3 zákona o cenných papírech a výklad § 92 zákona o podnikání na kapitálovém trhu by měl být ve světle výše uvedeného modifikováno v tom smyslu, že obligatorní vedení v centrální evidenci cenných papírů se uplatní na všechny zaknihované cenné papíry s českým právním statusem.

⁸⁶ Situace bude jiná po přijetí Nařízení o CSD, viz kapitola 4.1.

⁸⁷ Dle § 92 zákona o podnikání na kapitálovém trhu musí být všechny zaknihované cenné papíry vydané v České republice s uvedenými výjimkami evidovány v centrální evidenci cenných papírů. Zahraniční cenné papíry pak mohou být evidovány pouze v samostatné evidenci cenných papírů, která může být vedena jiným okruhem oprávněných osob.

2.8 ROZDÍLY VE VYMEZENÍ ZAKNIHOVANÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ PODLE ZÁKONA O CENNÝCH PAPÍRECH A ZÁKONA O PODNIKÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU

Zaknihované cenné papíry byly nejprve upraveny zákonem o cenných papírech ve znění účinném do 30. dubna 2004. Listinný cenný papír mohl být dle § 1 odst. 5 zákona nahrazen zápisem do zákonem stanovené evidence cenných papírů a zákon zároveň taxativně vyjmenovával, které cenné papíry mohly být zaknihovány.⁸⁸ **Chybou zákona ovšem bylo uvedení investičních kupónů v zákonném výčtu, neboť tyto cenné papíry vydávané podle zákona č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, byly listinnými cennými papíry. Byly-li použity na nákup akcií privatizovaných akciových společností, byly za ně sice vydány zaknihované akcie, což však nic na podobě samotných investičních kupónů nemění.**

Definice zaknihovaného cenného papíru nebyla při změně právní úpravy související se vstupem České republiky do Evropské unie do nového zákona převzata. **Pojem zaknihovaný cenný papír se nyní vyskytuje pouze jako legislativní zkratka v § 91 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.** Ten stanoví, že zastupitelné listinné cenné papíry mohou být nahrazeny zápisem do centrální evidence cenných papírů, v případě cenných papírů kolektivního investování do samostatné evidence, nebo do evidence České národní banky podle zákona upravujícího činnost České národní banky, a pro takto vymezené cenné papíry zavádí legislativní zkratku *zaknihovaný cenný papír*. Zde se projevuje jistá nedokonalost zákona, neboť **dle Legislativních pravidel vlády je legislativní zkratka platná jen pro účely daného právního předpisu. Byť se tedy jedná o legislativně technicky nesprávný přístup, je samozřejmě nutné**

⁸⁸ Byly jimi akcie, poukázky na akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, kupóny a opční listy. Za zákonnou evidenci ve smyslu zmiňovaného ustanovení byla prohlášena evidence vedená Střediskem cenných papírů nebo Českou národní bankou podle zvláštního právního předpisu.

vykládat v tomto smyslu pojem zaknihovaného cenného papíru i pro účely jiných právních předpisů.

Ustanovení § 91 zákona o podnikání na kapitálovém trhu tedy opustilo taxativní výčet zaknihovaných cenných papírů a **jako jedinou zákonnou podmínkou pro zaknihování cenných papírů stanovilo jejich zastupitelnost**, která naopak v předešlé právní úpravě podmínkou zaknihovatelnosti nebyla. Systémově je ustanovení § 91 zákona o podnikání na kapitálovém trhu zařazeno v části osmé *Evidence investičních nástrojů*. **Systematickým výkladem tedy bude zřejmě nutné dojít k závěru, že zaknihovat nelze jakékoliv cenné papíry, které mohou být zastupitelné, ale pouze ty zastupitelné cenné papíry, které zároveň mají povahu investičních nástrojů**; tedy cenné papíry jejichž společným znakem je jejich obchodovatelnost na kapitálovém trhu, a které jsou vymezeny v § 3 odst. 1 písm. a), b) a c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu, případně odpovídající nepojmenované cenné papíry.⁸⁹ Byť by pravděpodobně nebyl důvod nepřipustit zaknihování i jiných cenných papírů (za splnění podmínky jejich zastupitelnosti), je pravdou, že taková možnost je zcela hypotetická, neboť se jedná o opatření relativně nákladné, jehož hlavní výhodou je usnadnění převodů cenných papírů, a proto nelze o zaknihování neobchodovatelných cenných papírů předpokládat zájem.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu na několika místech (§ 94 odst. 2, 95 odst. 1, 96 odst. 1 a 2, 97 odst. 1 a 104 odst. 5) hovoří o *zaknihovaných investičních nástrojích*, což lze rovněž vyložit jako projev zákonodárce připustit zaknihování pouze u cenných papírů, které jsou zároveň investičními nástroji. Avšak v kontextu mnoha formulačních nepřesností, které se v zákoně vyskytují se nelze na tento výklad spoléhat, neboť stejně tak se může jednat pouze o opomenutí zákonodárce, který naopak mohl zamýšlet zaknihovat i jiné investiční nástroje než pouze cenné papíry. **Nepochopení institutu zaknihovaných cenných papírů ovšem představuje důvodová zpráva k vyhlášce**

⁸⁹ Shodně např. DĚDIČ, Jan. *Zaknihované cenné papíry v současném českém právu*. Aplikované právo. 2006. č. 1. s. 27-55.

č. 58/2004 Sb., která výslovně uvažuje o možnosti zaknihování derivátových investičních nástrojů: „*V případě cenných papírů jsou zaknihovanými investičními nástroji pouze zaknihované cenné papíry ve smyslu § 91 zákona... V případě investičních nástrojů, které nejsou cennými papíry, není zákonem stanoveno, co se zaknihováním rozumí. Vzniká tak otázka, zda lze ustanovení zákona týkající se zaknihovaných investičních nástrojů vztahovat i na deriváty. K tomuto problému vyhláška přistupuje tak, že výslovně upravuje evidenci zaknihovaných cenných papírů. Případné zaknihování jiných investičních nástrojů není vyloučeno, přičemž úprava specifická pro zaknihované investiční nástroje by se na zaknihované deriváty aplikovala analogicky na základě § 11 vyhlášky.*“ **Jelikož deriváty, resp. derivátové investiční nástroje nejsou podle českého práva cennými papíry, je nepochybně zcela nesprávné hovořit o jejich zaknihování, když se jedná o podobu cenného papíru. Derivátové investiční nástroje samozřejmě mohou být předmětem vedení evidence investičních nástrojů, nemohou však nabývat zaknihované podoby a jedná se o vedení evidence o investičních nástrojích, nikoli evidence investičních nástrojů.**

Zmíněné změny v pojetí zastupitelnosti a zaknihovatelnosti v zákoně o cenných papírech a zákoně o podnikání na kapitálovém trhu mohly mít dopad do faktického stavu evidence zaknihovaných cenných papírů vedené centrálním depozitářem. Ten totiž převzal evidenci cenných papírů vedenou Střediskem cenných papírů, kde mohly být evidovány cenné papíry, které podle dnešní právní úpravy zaknihovanými cennými papíry být nemohou. **Z evidence Střediska cenných papírů proto mohly být přebrána i evidence neobchodovatelných a/nebo nezastupitelných cenných papírů.** Taková situace je samozřejmě pouze teoretická, neboť ani v podmínkách Střediska cenných papírů nebyl racionální důvod pro zaknihování nezastupitelných cenných papírů. Doc. Pauly považuje jiné než ojedinělé zaknihování nezastupitelných kusů cenných papírů ze samotné podstaty

institutu zaknihování za absurdní.⁹⁰ S tímto názorem nelze než souhlasit, nicméně možnost zaknihování nezastupitelných cenných papírů zákon o cenných papírech připouštěl, a v případě jejich převzetí CDCP by se jednalo o evidenci vedenou v rozporu se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu.

2.8.1 Vztah úpravy cenných papírů v zákoně o cenných papírech k jiným právním předpisům

Ustanovení § 2 odst. 2 zákona o cenných papírech ve znění účinném do 30. dubna 2004 výslovně stanovilo, že se ustanovení tohoto zákona vztahují na všechny druhy cenných papírů, nevylučují-li z nich nebo ze zvláštních zákonů něco jiného. Toto ustanovení sice bylo zákonem č. 257/2004 Sb. vypuštěno, na nutnosti aplikace tohoto pravidla to však nic nemění, neboť **podpůrné použití zákona o cenných papírech jakožto zákona obecného ve vztahu ke zvláštním předpisům vyplývá ze základních zásad právních a vztahuje se i na vztah mezi zákonem o cenných papírech a občanským a obchodním zákoníkem.** Nelze-li tudíž použít pro řešení některých otázek týkajících se jednotlivých druhů cenných papírů úpravu zvláštních zákonů, použije se úprava zákona o cenných papírech. Nelze-li tyto otázky řešit ani tímto způsobem, aplikují se obecné úpravy závazků v občanském a obchodním zákoníku. Mimo to, na několika místech na tyto předpisy zákon o cenných papírech výslovně odkazuje: například smlouva o bezúplatném převodu cenného papíru se řídí úpravou darovací smlouvy v občanském zákoníku a smlouva o úplatném převodu cenných papírů úpravou kupní smlouvy v zákoníku obchodním. **Tento závěr potvrzuje také judikatura, například rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 14. září 2005, sp. zn. 29 Odo 1144/2004, potvrzené rozhodnutím Nejvyššího soudu ze dne 26. dubna 2011, sp. zn. 20 Cdo 2881/2009.** V tomto případě šlo

⁹⁰ Jako jedinou představitelnou výjimku, v jejímž případě by dle jeho názoru dávalo zaknihování nezastupitelného cenného papíru smysl, uvádí případ dnes již neexistujících zlatých akcií. Viz Pauly, J. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry. Právník. 2005, roč. 144, č. 8, s. 861 a násl.

mimo jiné o převod práv ze směnky⁹¹ a Nejvyšší soud uzavřel, že „...pro jednotlivé druhy cenných papírů se použije především úprava zvláštního zákona upravujícího příslušný druh cenného papíru a nelze-li některé otázky řešit podle příslušného zákona, použije se úprava zákona o cenných papírech. Použití obecné úpravy závazků v občanském a obchodním zákoníku připadá v úvahu teprve tehdy, neřeší-li určitou otázku ani zákon o cenných papírech. V tom směru je tedy zákon o cenných papírech ve vztahu k občanskému a obchodnímu zákoníku předpisem speciálním“.

Dle mého názoru je však také nutné připustit aplikaci zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Ten judikát Nejvyššího soudu nezmiňuje, nicméně tento zákon krom kompletní úpravy evidence cenných papírů upravuje například přeměnu podoby cenného papíru nebo účinky převodu cenného papíru. Stejně tak se na zaknihovaný cenný papír vztahují stejná ustanovení právních předpisů jako na listinný, kromě výjimek zákonem stanovených a reagujících právě na odlišné technické provedení obou podob cenného papíru.

2.9 ZASTUPITELNOST CENNÝCH PAPÍRŮ

Jak je vidno z výše uvedeného srovnání úprav zaknihovaných cenných papírů podle zákona o cenných papírech a zákona o podnikání na kapitálovém trhu, okruh cenných papírů, které mohou být zaknihovány, se v průběhu doby změnil. Znakem, který obě skupiny odlišuje, je zastupitelnost cenných papírů, která je podmínkou zaknihovatelnosti podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

⁹¹ Když z ustanovení § 18 zákona o cenných papírech vyplývá, že k převodu listinného cenného papíru na řad se kromě uzavření smlouvy o jeho převodu vyžaduje i rubopis, kterým přecházejí veškerá práva spojená s cenným papírem na řad, pokud ze zvláštního zákona nevyplyvá něco jiného, tedy že zákon směnečný a šekový neupravuje možnost převodu směnky na řad cesí, nelze v takovém případě převést směnku na řad smlouvou o postoupení pohledávky.

I samotná úprava zastupitelnosti cenného papíru prošla složitým vývojem, avšak dle mého názoru není její současné znění zcela správné. Podle § 2 zákona o cenných papírech ve znění účinném do 30. dubna 2004 byla zastupitelnost stanovena pro cenné papíry stejného druhu, vydané stejnou osobou ve stejné formě, ze kterých vznikají stejná práva. Sjednocujícím prvkem tedy byl druh, emitent, forma cenného papíru a práva z něj vyplývající. Novelou zákona o cenných papírech provedenou zákonem č. 257/2004 Sb., která nabyla účinnosti 1. května 2005, bylo ustanovení o zastupitelnosti změněno v tom smyslu, že mezi podmínky zastupitelnosti byla doplněna podoba cenného papíru. Z důvodové zprávy k zákonu bohužel není možné zjistit záměr zákonodárce, který jej ke změně vedl, neboť ta obsahuje pouze větu „*Upřesňuje se pojem zastupitelný cenný papír*“. **Uvedená změna dle mého názoru není správná a může přinášet v praxi závažné problémy.** Je-li například uzavřena smlouva o půjčce cenných papírů a průběhu jejího trvání by došlo ke změně podoby, nebylo by možné vrátit věřiteli zastupitelné cenné papíry. Je otázkou, jaké by tato situace měla důsledky, zda by dokonce nemohl závazek dlužníka zaniknout pro následnou nemožnost plnění.

V § 114 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu upravujícím přeměnu podoby je výslovně uvedeno, že přeměna podoby není novou emisí. Přeměňované cenné papíry však jinak splňují podmínku zastupitelnosti, neboť se jedná o cenné papíry stejného druhu vydané stejnou osobou ve stejné formě a stejné podobě a vznikají z nich stejná práva. **Není-li zároveň přeměna podoby novou emisí, domnívám se, že není možné, aby ceteris paribus nebyly zaknihované a listinné cenné papíry vzájemně zastupitelné, a tedy aby podoba cenného papíru byla podmínkou jejich zastupitelnosti.**

Závěr o zastupitelnosti zaknihovaných a listinných cenných papírů vyplývá též z rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp. zn. **5 Cmo 82/2004**.⁹² V tomto sporu šlo o smlouvu o úplatném převodu cenných papírů, která však ve lhůtě uvedené ve smlouvě

⁹² Rozhodnutí č.j. 5 Cmo 82/2004. Soudní judikatura. 2004. č. 11. str. 421.

nebyla ze strany kupujícího splněna,⁹³ když ten namítal, že se plnění uzavřené smlouvy stalo nemožným a jako jeden z argumentů uváděl tvrzení, že v mezidobí došlo ke změně zaknihovaných akcií na akcie listinné. **Vrchní soud však potvrdil, že pouhá změna podoby akcií není důvodem nemožnosti plnění, neboť se jedná o zastupitelné cenné papíry.**

Nespatřuji důvod pro požadavek na stejnou podobu cenných papírů jakožto jednu z podmínek jejich zastupitelnosti, neboť rozdílná podoba cenných papírů spočívá dle současné právní úpravy jen v jejich jiném technickém provedení, které ovšem nemá žádný vliv na rozsah a povahu práv v nich inkorporovaných. V návaznosti na výše uvedené, a rovněž s ohledem na teoretické rozpory a možné problémy s tím související, se proto domnívám, že je v citovaném ustanovení uveden nesprávně, a je nutno od něj abstrahovat.

Za potenciálně problematickou považuji formulaci § 2 zákona o cenných papírech také z toho důvodu, že doslovným výkladem tohoto ustanovení lze dospět k závěru, že jedním z definičních znaků zastupitelného cenného papíru je to, že tento cenný papír je již vydán. Při tomto doslovném výkladu tohoto ustanovení by tak nejprve musel být cenný papír vydán v listinné podobě a teprve poté by jej bylo možno zaknihovat (přeměnou podoby na zaknihovaný cenný papír nebo imobilizací). V praxi

⁹³ Žalobce jako prodávající uvedl, že v souladu s uzavřenou smlouvou podal obchodníkovi s cennými papíry řádný pokyn k prodeji akcií, avšak žalovaný odpovídající pokyn nedal, a nesplnil tak závazek ze smlouvy. Kupující namítal, že se i s ohledem na další okolnosti, vzhledem k pozdnímu potvrzení smlouvy ze strany prodávajícího, plnění uzavřené smlouvy v daných termínech stalo nemožným. Soud prvního stupně dovodil, že plnění se nestalo nemožným, neboť žalovaný ohrožován ani ztíženými podmínkami, ani většími náklady, přičemž dokonce ani tyto okolnosti nečiní dle § 575 odst. 2 občanského zákoníku plnění nemožným. V podaném dovolání žalovaný uvedl několik důvodů, pro které považoval plnění ze závazku za nemožné a poukazoval dokonce na neplatnost právního úkonu podle § 37 občanského zákoníku. Jako jeden z argumentů uváděl, že v mezidobí došlo ke změně zaknihovaných akcií na akcie listinné a jejich skutečná tržní hodnota není doložitelná. Odvolací soud se ztotožnil se závěry soudu prvního stupně ohledně možnosti plnit závazek ze smlouvy a potvrdil, že pouhá změna podoby akcií jakožto nepřímého předmětu právního vztahu (závazku převést akcie proti zaplacení kupní ceny) takovým důvodem není.

se však s takovýmto doslovným výkladem předmětného ustanovení nesetkáváme a cenné papíry jsou zcela standardně primárně vydávány též v zaknihované podobě.

Nový občanský zákoník za znak zastupitelnosti cenných papírů považuje vydání tímž emitentem v téže formě a stejná práva z nich vznikající. Ze zákona je, i s ohledem na nové pojetí zaknihovaných cenných papírů, požadavek na tutéž podobu vypuštěn.

2.9.1 Přeměna podoby cenného papíru

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu samozřejmě umožňuje přeměnu listinného cenného papíru na zaknihovaný cenný papír a obráceně. O této přeměně zásadně rozhoduje emitent,⁹⁴ který má v této souvislosti zákonem stanovenou celou řadu povinností informačního charakteru. Úprava obsažená v zákoně o podnikání na kapitálovém je úpravou obecnou, pro akcie je nutno použít speciální úpravu v obchodním zákoníku. Přeměna je pouhou změnou podoby cenného papíru a § 114 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu staví najisto, že se **nejedná o novou emisi**. V minulosti však nebyla právní povaha přeměny vyjasněna a vyskytly se i opačné názory, např. podle prof. Pelikánové se v případě výměny hmotného substrátu může jednat o *"...nový papír a nové právo, které z právního hlediska nemá nic společného s původním papírem a původním právem..."*.⁹⁵

Při listinného cenného papíru na zaknihovaný by s ohledem na povinnost postupovat s odbornou péčí,⁹⁶ měl **splnění zákonných podmínek**, a tedy oprávněnost provedení zápisu přeměňovaných cenných papírů při zápisu do centrální evidence, **kontrolovat**

⁹⁴ Výjimkou z této zásady jsou akcie, o jejichž přeměně rozhoduje valná hromada akcionářů.

⁹⁵ PELIKÁNOVÁ, Irena. Zástavní právo k cennému papíru. Právní zpravodaj. 2010.

⁹⁶ Viz 103 odst. 8 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

centrální depozitář.⁹⁷

Přeměna podoby podle úpravy v novém občanském zákoníku **zůstane téměř nezměněna. Zákaz vydávání akcií na doručitele v listinné podobě⁹⁸ nicméně autonomii vůle emitenta při rozhodování o změně podoby omezí.**

2.10 NÁLEŽITOSTI CENNÉHO PAPÍRU

Cenný papír je nosičem informací o právu v něm inkorporovaném a musí splňovat právem předepsané formální a obsahové náležitosti. Je tedy **nutné, aby obsahoval základní údaje, ze kterých bude možno identifikovat osobu oprávněnou a povinnou, i druh a rozsah vyplývajícího práva;** cenný papír tedy musí mít obsahové náležitosti. **Stejně důležité však je, aby splňoval formální náležitosti týkající se projevu vůle.** Ty nejsou zákonem zvlášť stanoveny, použijí se proto na cenné papíry subsidiárně ustanovení občanského zákoníku.

Obsahové náležitosti cenných papírů stanoví v souladu s § 4 odst. 1 zákona o cenných papírech zákony upravující jednotlivé druhy cenné papíry. Náležitosti stanovené zákonem mají obligatorní povahu a jejich nedostatek působí neplatnost cenného papíru. Jak bylo uvedeno výše, na rozdíl od vad spojených s procesem vydání cenných papírů, nelze nedostatky formálních náležitostí zhojit dobrou vírou.⁹⁹

S ohledem na odlišnost listinných a zaknihovaných cenných papírů stanoví ještě § 4 odst. 2 zákona o cenných papírech odlišnosti v požadavcích na náležitosti v závislosti na různé

⁹⁷ Takovou povinnost stanoví jak vzorová smlouva o vedení evidence emise, tak čl. 29 odst. 3 Provozního řádu CDCP.

⁹⁸ Viz § 263 zákona o obchodních korporacích.

⁹⁹ Některé druhy cenných papírů se vyznačují formální přísností, tedy nutností obsahovat taxativně stanovené náležitosti, aby listina mohla být považována za cenný papír.

podobě cenných papírů.¹⁰⁰ U nepojmenovaných cenných papírů je nutno postupovat analogicky podle norem upravujících podobný pojmenovaný cenný papír. Krom obligatorních náležitostí požadovaných zákonem obsahuje zaknihovaný cenný papír i fakultativní náležitosti, jejichž neuvedením však neztrácí povahu cenného papíru.¹⁰¹

Není zcela jednoznačné, zda je obligatorní náležitostí i pojmenování cenného papíru v textu cenného papíru popř. v evidenci cenných papírů. Zákon to výslovně vyžaduje pouze u směnek a šeků.¹⁰² Mohly by tedy vznikat pochybnosti, zda listina je cenným papírem nebo jen např. legitimační listinou. **Nedomnívám se, že je nezbytné, aby pojmenování cenného papíru mělo být obligatorní náležitostí, neboť nesprávné pojmenování stejně na podstatě dané listiny nic nemění a listinu bude nutno posuzovat dle formálních náležitostí, nikoli podle označení. Bude-li splňovat definiční znaky, neměla by zpochybnit povahu listiny jakožto cenného papíru pouze skutečnost, že není jako cenný papír označena.** V souladu s tímto názorem je i úprava nového občanského zákoníku, podle něhož bude podmínkou vydání cenného papíru splnění náležitostí, které musí listina obsahovat, aby mohla být za cenný papír uznána. Ustanovení § 515 nového občanského zákoníku za ně výslovně považuje údaje o emitentovi a právech spojených s cenným papírem, což postačí učinit poukazem na emisní podmínky. Zákon tedy neukládá, aby listina obsahovala výslovné označení, že se jedná o cenný papír a to, že se bude jednat o cenný papír, bude z listiny patrné.

Jako problematická se mi však v souvislosti s náležitostmi cenných papírů jeví ustanovení nového občanského zákoníku o formě cenných papírů. Ze zákona

¹⁰⁰ Náležitostí zaknihovaných cenných papírů logicky není jejich číselné označení, podpisy a jejich otisky ani údaj o povolení příslušného státního orgánu. Číselné označení je však osoba vedoucí jejich evidenci povinna jednotlivým cenným papírům z podnětu jejich emitenta přidělit, je-li podle zákona nutné jednotlivé zaknihované cenné papíry odlišit (viz § 213b obchodního zákoníku).

¹⁰¹ Zcela typickým příkladem nepovinné náležitosti bude číselné označení ISIN (krom případů, kdy to zákon nařizuje) a vliv na povahu zaknihovaného cenného papíru nebude mít například ani neuvedení samostatně převoditelných práv vyplývajících z cenného papíru.

¹⁰² Viz § 1 a § 75 čl. I a § 1 čl. II zákona směnečného a šekového

o cenných papírech bylo převzato rozlišení tří forem cenných papírů, jež bylo doplněno o dvě domněnky pro případ, že forma cenného papíru není na listině uvedena. První je vyvratitelná právní domněnka, že obsahuje-li cenný papír jméno oprávněné osoby, jedná se o cenný papír na řad. Bude-li tedy emitent zamýšlet vydat cenné papíry na jméno nebo na doručitele, musí tuto doložku na cenném papíru výslovně uvést. Druhou je nevyvratitelná právní domněnka podle níž se v případě, že cenný papír neobsahuje jméno oprávněné osoby, jedná o cenný papír na doručitele. V souvislosti těmito pravidly vyvstávají dvě otázky. První se týká aplikace těchto domněnek v případě, kdy naopak cenný papír sice bude obsahovat údaj o formě i o osobě oprávněné osoby, avšak tyto údaje nebudou v souladu. S ohledem na ideová východiska nového občanského zákoníku se nedomnívám, že by projev vůle emitenta měl být považován za neplatný právní úkon, ale že bude nutno postupovat dle uvedených právních domněnek. Bude-li ovšem dle zvláštních zákonů obligatorní formální náležitosti cenného papíru uvedení jeho formy¹⁰³ a ten jej nebude obsahovat, potom se uvedené domněnky dle mého názoru nebudou moci uplatnit a cenný papír bez takové náležitosti nebude platně vydán. Užití domněnek o formě cenných papírů se tak v plné uplatní zejména u nepojmenovaných cenných papírů, u druhů právem upravených bude záležet na požadavcích zákona.

Členění cenných papírů podle formy sice zákon výslovně neomezuje pouze na listinné cenné papíry, nicméně z toho, že se forma cenných papírů rozlišuje zejména pro účely převodu cenného papíru (o čemž mimochodem svědčí i nadpis rubriky uvozující ustanovení zákona o cenných papírech o formě) vyplývá, že pro zaknihované cenné papíry, u nichž je jednotná úprava převodu stanovena zákonem, toto rozlišení nemá význam.

¹⁰³ Např. § 259 zákona o obchodních korporacích nebo § 6 zákona o dluhopisech.

3 EVIDENCE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ

Základním rysem zaknihování cenných papírů je nahrazení listinného cenného papíru zápisem v určitém registru. Důsledkem zápisu je nutnost vést o osobách oprávněných ze zaknihovaného cenného papírů evidenci. Kromě zaknihovaných listinných papírů se evidence vede v určitých případech i o listinných cenných papírech a o jiných investičních nástrojích. Pro konkrétní podobu evidence jsou pak určující jednotlivé aspekty zaknihování cenných papírů a evidence investičních nástrojů vyplývající zejména z dané právní úpravy, ale též z faktického způsobu vedení evidence. Podstatným prvkem každého systému evidence investičních nástrojů je určení osob, které evidenci vedou, otázky vlastnictví, resp. práv k evidovaným cenným papírům a otázka rozsahu evidence, tedy zejména zda existuje centrální evidence všech zaknihovaných cenných papírů.

3.1 OD EVIDENCE STŘEDISKA CENNÝCH PAPÍRŮ PO CENTRÁLNÍ DEPOZITÁŘ CENNÝCH PAPÍRŮ

Způsob vedení evidence zaknihovaných cenných papírů v České republice byl na velmi dlouhou dobu předurčen politicko-ekonomickým kontextem provádějícím pokusy o obnovení co možná nejkomplexnější právní úpravy cenných papírů v rámci přechodu z centrálně plánované ekonomiky na tržní ekonomiku na počátku 90. let 20. století. Výsledkem byla taková podoba evidence, která se týkala pouze evidence zaknihovaných cenných papírů a evidence o imobilizovaných listinných cenných papírech, a byla **zcela odlišná od evidencí cenných papírů běžných v zemích s vyspělými kapitálovými trhy. Český právní řád navíc neznal evidenci o derivátových nástrojích.**

Vzhledem k historickým souvislostem se proto na území České republiky setkáváme se zaknihovanými cennými papíry až v roce 1993, kdy vzniklo Středisko cenných papírů

(dále jen "SCP"), a to jako příspěvková organizace Ministerstva financí.¹⁰⁴ Z toho bylo někdy vyvozováno, že se jedná o správní úřad nebo státní orgán. **Činnost SCP ve věci zápisu do jím vedené evidence cenných papírů však spočívala v pouhé registrační funkci, a dle Městského soudu v Praze nebyla rozhodováním správního orgánu.** Jednalo se o provádění příkazů podaných k tomu oprávněnými osobami, přičemž Středisko cenných papírů nebylo nadáno oprávněním posuzovat platnost tohoto příkazu z pohledu materiálního.¹⁰⁵ Hlavním úkolem SCP bylo vedení evidence všech zaknihovaných cenných papírů a imobilizovaných cenných papírů.¹⁰⁶ Principy vedení evidence a fungování SCP vycházely ze specifík kupónové privatizace.¹⁰⁷

Právní úprava jednostupňové evidence cenných papírů oficiálně neumožňovala vedení cenných papírů na jméno jiné osoby, než byl jejich vlastník, a tudíž **neumožňovala pružné obhospodařování majetku investorů ze strany custodianů** (zejména banky a obchodníci s cennými papíry, kteří nabízejí úschovu a správu cenných papírů). Tato praxe přitom už tehdy byla v zahraničí běžná. **Právní neexistence nominee účtů byla problematickou především při správě zaknihovaných cenných papírů tuzemských emitentů vlastněných zahraničními investory a při vedení evidence zahraničních cenných papírů pro české investory.** Custodiani měli fakticky možnost mít v SCP otevřen na své jméno majetkový účet, na kterém by byly evidovány cenné papíry ve vlastnictví zákazníků

¹⁰⁴ Na základě zákona č. 576/1990 Sb., rozpočtová pravidla republiky.

¹⁰⁵ Rozhodnutí Městského soudu v Praze ze dne 25. ledna 1999, sp. zn. 28 Ca 191/98.

¹⁰⁶ Velmi specifickou povahu měly tzv. subregistry. Těmi byly právnické osoby, na kterou Středisko přeneslo na základě uzavřené smlouvy vedení části evidence zaknihovaných cenných papírů nebo výkon ostatních činností SCP. K uzavření smlouvy bylo nutné povolení Komise; když jej Komise vydala, SCP mělo povinnost za určitých podmínek smlouvu uzavřít. V průběhu platnosti této právní úpravy vznikly tři subregistry, přičemž všechny byly vedeny bankami.

¹⁰⁷ Z technických důvodů a s ohledem na nákladnost a neúčelnost vydání v listinné podobě, měly akcie společností privatizovaných kupónovou privatizací zaknihovanou podobu. Krom vedení evidence SCP umožňovalo poměrně jednoduché obchodování s cennými papíry s nízkými transakčními náklady, neboť příkazy k převodu se podávaly na jeho přepážkách. Účastníky kapitálového trhu se rázem stalo nestandardně vysoké procento lidí, kteří pak akcie, které nebyly přijaty k obchodování na (tehdy) veřejných trzích, převáděli právě na přepážkách SCP.

custodiana. Tento postup totiž byl v souladu s obecně závaznými právními předpisy, neboť žádný právní předpis tento postup nezakazoval, a byla zde vyvratitelná právní domněnka, že majitelem zaknihovaného cenného papíru je osoba, na jejímž účtu je zaknihovaný cenný papír evidován. Avšak z této doby bylo známo rozhodnutí Městského soudu v Praze, že obchod s akciemi, který není evidován v SCP, ve skutečnosti neproběhl a jedná se o tzv. fiktivní obchod.

Další variantou bylo zřízení tzv. zvláštního účtu, při jehož vedení vykonávala práva a povinnosti vlastníka cenných papírů ve vztahu k SCP vlastníkem pověřená osoba – správce zvláštního účtu.¹⁰⁸ SCP samozřejmě bylo nutné doložit zejména oprávnění jednat za majitele účtu a další podmínkou pro zápis custodiana jako správce zvláštního účtu bylo zmocnění majitelem účtu alespoň v rozsahu smlouvy o správě cenných papírů podle § 36 zákona o cenných papírech. Význam zápisu správy cenných papírů do evidence SCP měl spočívat hlavně ve skutečnosti, že si vlastník cenných papírů zajistil správu svého portfolia jednorázově podpisem smlouvy o správě cenných papírů a neměl být nucen opakovaně vydávat správci plné moci pro každý úkon. V praxi ovšem vyvstávaly problémy dvojího druhu. **SCP jednak trvalo na plné moci majitele účtu s notářsky ověřeným prokázáním oprávnění zmocnitele jednat za společnost i v situaci, kdy některé zahraniční právní řády neumožňovaly notáři takové osvědčení vydat, a někteří emitenti také následně duplicitně požadovali stejným způsobem prokazovat oprávněnost jednání správce za zahraničního vlastníka cenných papírů ad hoc, s poukazem na to, že zápis správce v evidenci SCP nepůsobí erga omnes, ale pouze ve vztahu správce a SCP.**¹⁰⁹

¹⁰⁸ Správce dával SCP všechny příkazy, které by mu jinak dával majitel účtu a SCP mu předávalo všechny informace, které by jinak předávalo majiteli účtu. Emitent pak obdržel údaje o správci cenných papírů na účtu vlastníka jako součást výpisu z registru emitenta. Správcem zvláštního účtu mohla být pouze osoba, která měla příslušné povolení k poskytování investičních služeb, a které SCP umožnilo tuto činnost zvláštní smlouvou.

¹⁰⁹ Postavení správce bylo vyjasněno až zákonem č. 420/2009 Sb., kterým se mění zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Tím došlo s účinností od 1. prosince 2009 mj. ke změně § 184 odst. 4 obchodního zákoníku, který nově výslovně konstruuje vyvratitelnou právní domněnku, podle které se má za to, že osoba zapsána

V praxi tedy byly i ve Středisku cenných papírů vedeny kvazi-nominee účty, zejména pro zahraniční investory však byla takový systém velmi netransparentní a nedůvěryhodný. Custodiani vystupovali jako vlastníci cenných papírů, byť na svých účtech drželi cenné papíry pro své klienty, takže docházelo ke znehodnocování údajů o podílech na hlasovacích právech emitentů. Velkým rizikem navíc bylo, že soud přizná věcněprávní následky pouze převodu mezi účty vedenými v SCP, tedy nikoli převodu mezi klienty jednoho custodiana, který se v evidenci SCP nepromítl. Zákon navíc neznal jiný způsob vedení evidence, než byla evidence vedená SCP. **Neupravena zůstala například evidence majitelů sběrného dluhopisu, evidence listinných cenných papírů nebo zahraničních cenných papírů.** Principy vedení evidence zaknihovaných cenných papírů tak neodpovídaly standardům, na které byli zahraniční účastníci zvyklí z vyspělých kapitálových trhů, a ve spojení s dalšími výše zmíněnými faktory vedly k mizivé konkurenceschopnosti českého kapitálového trhu. Na rozdíl od většiny evropských zemí zde navíc neexistovala instituce, která by plnila jak funkci registru cenných papírů, tak i funkci vypořádání.

V souvislosti s přizpůsobením právního řádu požadavkům komunitárního práva při vstupu do Evropské unie proto byla v roce 2004 provedena rozsáhlá rekodifikace práva upravujícího cenné papíry. **Změnou zásadní povahy měla být nová koncepce vedení evidence zaknihovaných cenných papírů centrálním depozitářem cenných papírů upravená zákonem o podnikání na kapitálovém trhu, která umožnila vedení dvoustupňové evidence a zavedla institut centrálního depozitáře jakožto osoby vedoucí centrální evidenci všech zaknihovaných cenných papírů a zároveň provozující vypořádací systém. Právní úprava evidence navíc není spojena výlučně s cennými**

v evidenci investičních nástrojů nebo v evidenci zaknihovaných cenných papírů jako správce anebo jako osoba oprávněná vykonávat práva spojená s akcií, je oprávněna zastupovat akcionáře při výkonu všech práv spojených s akciemi vedenými na daném účtu, včetně hlasování na valné hromadě.

papíry, ale též s jinými investičními nástroji. Zákon nabyl účinnosti od 1. května 2004, od účinnosti nové právní úpravy do zahájení činnosti centrálního depozitáře však uplynulo více než šest let.

Důsledkem průtahů provádějících vznik centrálního depozitáře cenných papírů¹¹⁰ byla zejména **nejistota ohledně rozsahu aplikace přechodných ustanovení** zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Ustanovení zákona o cenných papírech týkající se SCP totiž byla zrušena, ale zákon o podnikání na kapitálovém trhu v přechodných ustanoveních stanovil, že SCP bude podle těchto zrušených ustanovení postupovat až do doby, než vedení evidence zaknihovaných cenných papírů převezme centrální depozitář.¹¹¹ **Přechodná ustanovení se však týkala pouze centrální evidence cenných papírů, zatímco ustanovení upravující samostatnou evidenci investičních nástrojů a evidenci navazující na samostatnou evidenci byla aplikovatelná okamžitě.** Komise pro cenné papíry také vydala vyhlášku č. 58/2006 Sb. upravující způsob vedení samostatné evidence a evidence navazující na samostatnou evidenci, čímž bylo vedení těchto evidencí fakticky umožněno.¹¹² **V mnoha případech však nebylo jasné, která právní úprava má být v dané situaci použita. Dle mých poznatků byly v praxi nejvíce problematické přeměny podoby cenných papírů a vymezení druhů cenných papírů, které mohly být vydány jako zaknihované.** Při přeměnách podoby cenných papírů bylo nutno provádět úkony, které se přímo týkaly evidence cenných papírů, například podání žádosti o zrušení evidence emise, a bylo tudíž nutno postupovat podle ustanovení zákona o cenných

¹¹⁰ Důvodem byla vyjednávání žadatele o povolení k činnosti centrálního depozitáře s Ministerstvem financí o ceně za evidence SCP a o formátu předávaných dat.

¹¹¹ V ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu vymezující subjekty podléhající dohledu České národní banky však SCP nebylo zahrnuto, což analogií překlenout nešlo a činnost SCP tak nebyla ze strany České národní banky dohlížena.

¹¹² Za samostatnou evidenci je dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu považována i evidence vedená Českou národní bankou, nicméně ta byla vedena již dříve, stejně tak jako její pravidla upravoval provozní řád Pravidla systému krátkodobých dluhopisů; na faktickém stavu této evidence se tak nic nezměnilo.

papírech, zatímco ostatní povinnosti související s přeměnou, například povinnost emitenta uveřejnit rozhodnutí o přeměně, se plnily podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Spornou byla také otázka vymezení okruhu zaknihovatelných cenných papírů, kde se střetávaly dva názorové proudy. Ustanovení § 91 zákona o podnikání na kapitálovém trhu totiž nově umožnilo zaknihovat de facto jakékoli zastupitelné cenné papíry, tedy i *inominátní* cenné papíry, zatímco dle zákona o cenných papírech mohlo být zaknihováno pouze několik taxativně uvedených druhů cenných papírů. Vedla se proto debata, zda je nutno ustanovení vymezující okruh zaknihovatelných cenných papírů subsumovat pod ustanovení týkající se vedení evidence. **Česká národní banka dovodila dle svého názoru správně, že i vymezení okruhu zaknihovatelných cenných papírů považuje za součást pravidel vedení evidence a *inominátní* cenné papíry dle jejího názoru ve Středisku cenných papírů nebylo možné zaknihovat, neboť to neumožňoval zákon o cenných papírech.**¹¹³

Dne 14. srpna 2009 vydala Česká národní banka rozhodnutí ve věci udělení povolení k činnosti centrálního depozitáře společnosti UNIVYC, a.s.¹¹⁴ Od tohoto dne se společnost stala centrálním depozitářem ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Není přitom rozhodné, že v této době ještě nenaplnovala pojmové znaky centrálního depozitáře, zejména nevedla centrální evidenci. Koneckonců o centrálním depozitáři hovoří i § 202 v odst. 2 a 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, který teprve upravuje proces převodu evidencí SCP na *centrální depozitář*. Podle ustanovení § 101 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu pak musí obchodní firma centrálního depozitáře obsahovat označení *centrální depozitář cenných papírů*. Toto označení zároveň nesmí používat osoba, která povolení k činnosti centrálního depozitáře nemá. **Z tohoto ustanovení vyplývá, že od nabytí právní moci rozhodnutí o udělení k činnosti centrálního depozitáře,**

¹¹³ Úřední sdělení ze dne 20. dubna 2007 k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem.

¹¹⁴ Dceřiná společnosti Burzy cenných papírů Praha, a.s. Rozhodnutí téhož dne nabylo právní moci.

je společnost, již bylo povolení uděleno, centrálním depozitářem a její obchodní firma by měla obsahovat označení *centrální depozitář cenných papírů* bez ohledu na to, kdy převezme nebo zahájí vedení evidence. Společnost UNIVYC, a.s., změnila svůj název na Centrální depozitář cenných papírů, a.s. (dále jen "CDCP") dne 4. září 2009.

Dne 7. července 2010 pak bylo zahájeno fungování centrálního depozitáře jakožto moderní instituce vedoucí evidenci zaknihovaných cenných papírů a provádějící vypořádání obchodů s investičními nástroji víceméně v souladu s obvyklými mezinárodními standardy, čímž současně SCP přestalo vykonávat svou činnost.¹¹⁵

3.2 ZÁKLADNÍ PRINCIPY FUNGOVÁNÍ EVIDENCE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ PODLE ZÁKONA O PODNIKÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU

V důsledku přechodu na koncepci evidence investičních nástrojů a vzniku centrálního depozitáře podle právní úpravy obsažené v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu došlo k **několika změnám zásadně ovlivňujícím koncepci evidence investičních nástrojů**:

- centrální depozitář je **soukromoprávním subjektem**, který musí ke své činnosti získat **povolení** orgánu dohledu,
- osoba vedoucí centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů je zároveň **provozovatelem vypořádacího systému**, což je princip obvyklý na vyspělých

¹¹⁵ Sdělení Ministerstva financí o převzetí evidencí bylo ve Sbírce zákonů pod č. 234/2010 Sb. publikováno až 28. července 2010, což, **jak se domnívám, nebylo principiálně zcela správně**. Důvodová zpráva k zákonu č. 56/2006 Sb., který do zákona o podnikání na kapitálovém trhu povinnost Ministerstva financí vydat sdělení o převzetí evidencí doplnil, sice počítá s tím, že tak bude učiněno ex post, avšak **v obecné rovině by takové opatření mělo být vyhlášeno ex ante, aby se adresáti norem dozvěděli o účinnosti této části zákona relevantním způsobem**. Pravdou nicméně zůstává, že adresáti normy, kterých se úprava týká, byli o této skutečnosti obeznámeni, byť se tak nestalo právně předpokládaným způsobem. Rozhodnutím ministra financí k 31. prosinci 2011 bylo SCP zrušeno a vymazáno z obchodního rejstříku. Veškerá práva a povinnosti SCP přešla na základě zákona o majetku České republiky a jejím vystupování v právních vztazích dnem 1. ledna 2012 na ministerstvo financí jakožto zřizovatele zaniklé příspěvkové organizace.

kapitálových trzích,

- centrální depozitář je založen na **účastnickém principu**, přičemž účastníky mohou být pouze osoby podléhající dohledu, a
- umožňuje se vedení **dvoustupňové evidence**, v případech evidence vedoucí do zahraničí i vícestupňové evidence.

V rámci evidence investičních nástrojů se rozlišuje:

- **centrální evidenci cenných papírů**, kterou se rozumí evidence všech zaknihovaných cenných papírů vydaných v České republice s výjimkami v zákoně stanovenými, a kterou může vést pouze centrální depozitář a osoby oprávněné vést evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů, a
- **samostatnou evidenci investičních nástrojů**, kterou je evidence zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, listinných investičních nástrojů v úschově, zahraničních investičních nástrojů v úschově u obchodníka s cennými papíry a ostatních investičních nástrojů, jejichž povaha to umožňuje; samostatná evidence je vedena i v evidenci navazující na samostatnou evidenci.

Z toho je zřejmé, že předmětem těchto dvou druhů evidencí jsou rozdílné okruhy finančních nástrojů – **zatímco centrální evidence se týká výlučně zaknihovaných cenných papírů, předmětem samostatné evidence jsou všechny investiční nástroje.**¹¹⁶

Právní úprava evidencí investičních nástrojů však mezi evidencí zaknihovaných cenných papírů a evidencí o listinných cenných papírech, případně jiných investičních nástrojích nerozlišuje – přitom na tom závisí, zda bude příslušný nástroj veden v centrální evidenci cenných papírů nebo v samostatné evidenci investičních nástrojů a zda se povede

¹¹⁶ Důvodová zpráva k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu ohledně části osmé upravující evidence, výslovně předpokládá, že v praxi půjde především o evidenci cenných papírů, tedy o centrální evidenci. Použití obecnějšího pojmu investiční nástroj podle ní vyjadřuje skutečnost, že ustanovení této části lze použít i na evidenci jiných investičních nástrojů než jsou cenné papíry.

- **evidence cenných papírů, která daný cenný papír nahrazuje**, půjde-li o evidenci zaknihovaných cenných papírů, anebo
- **evidence o investičních nástrojích, která daný investiční nástroj nenahrazuje**, v případě evidence o listinných cenných papírech a jiných investičních nástrojích.

Hovořit o *evidenci cenných papírů* lze totiž pouze v případě evidence zaknihovaných cenných papírů, které vůbec nejsou vydány v listinné podobě, ale existují právě jen jako zápis v elektronické evidenci. **V ostatních případech, kdy se jedná o listinné cenné papíry nebo derivátové nástroje, které nemohou být zaknihovány, protože nejsou cennými papíry, se jedná o *evidenci o těchto nástrojích*.**

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu navíc v souvislosti s investičními nástroji hovoří zásadně o jejich vlastnicích. **Předmětem vlastnického práva však mohou být pouze cenné papíry, nikoli deriváty, které mají povahu jiných majetkových hodnot. Není myslitelné, že by tato formulace měnila obecné pojetí vlastnického práva a považovala deriváty za předmět vlastnictví, případně zamýšlela umožnit vedení evidence pouze cenných papírů, jedná se tedy zjevně o nepřesnost, od níž považuji za nutné odhlédnout.** Nový občanský zákoník zachovává stejnou dikci, ovšem podle nové právní úpravy deriváty budou předmětem vlastnického práva, formulace zákona tedy bude odpovídající.

V oblasti vedení evidence investičních nástrojů platí zásadní pravidlo, že **oprávněnost požadavků na zápis do evidence investičních nástrojů musí být osobě vedoucí evidenci prokázán**. U centrálního depozitáře, který funguje na účastnickém principu, ověřuje oprávněnost požadavků na službu účastník, u ostatních evidencí tak musí učinit osoba, která tuto evidenci vede.¹¹⁷ **Dle mého názoru by toto pravidlo bylo možno dovodit i bez**

¹¹⁷ Viz § 95 odst. 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

speciálního ustanovení, a to z povinnosti účastníků centrálního depozitáře a osob vedoucích evidenci poskytovat své služby s odbornou péčí.

Všechny osoby vedoucí evidenci investičních nástrojů jsou podle § 99a zákona o podnikání na kapitálovém trhu povinny uchovávat tuto evidenci a všechny dokumenty týkající se údajů v této evidenci zapsaných po dobu 12 let od konce kalendářního roku, ve kterém byl údaj v evidenci zapsán (dále jen "uchovávané údaje"). Toto pravidlo je důležité **pro rekonstruovatelnost zápisů v evidenci zejména pro potřeby dohledu nad kapitálovým trhem, pro účely soudních, trestních, daňových a insolvenčních řízení a další účely stanovené zákonem.**¹¹⁸

Centrální evidence cenných papírů vedená centrálním depozitářem, samostatná evidence zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, samostatná evidence cenných papírů vedená Českou národní bankou a evidence státních dluhopisů (podle zákona o rozpočtových pravidlech) se vedou též v **evidenci emise**. Do evidence se zapisují údaje o emitentovi a údaje o jednotlivých cenných papírech analogicky s údaji vyžadovanými zákonem v souvislosti s majetkovým účtem.¹¹⁹ Dle systematického zařazení úpravy evidence emise do dílu 3, *Zásady vedení evidence investičních nástrojů*, je zřejmé, že tato evidence je součástí evidence investičních nástrojů. **To má vliv zejména na aplikaci § 99a zákona o podnikání na kapitálovém trhu, a osoby v tomto ustanovení uvedené tak mohou požadovat informace nejen o údajích evidovaných na majetkových účtech, ale i z evidence emise.**

¹¹⁸ Z povahy věci vyplývá, že údaje z evidence investičních nástrojů a uchovávaných dokumentů musí být zákonem chráněny obdobně jako bankovní tajemství. Poskytovat tyto údaje může osoba vedoucí evidenci investičních nástrojů bez souhlasu osoby, pro kterou byl majetkový účet zřízen, pouze tehdy, stanoví-li tak právní předpis, a v případech, kdy podává trestní oznámení.

¹¹⁹ Podrobnější pravidla stanoví zákon pro evidenci emise vedenou centrálním depozitářem, která se analogicky uplatní i pro samostatnou evidenci zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, zatímco Česká národní banka upraví evidenci emise v provozním řádu.

3.3 INVESTIČNÍ NÁSTROJE

Investiční nástroje¹²⁰ jak jsou vymezeny v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu nejsou pouze nástroje kapitálového trhu, ale také nástroje peněžního trhu; jedná se o jeden z několika příkladů nerozlišování pojmů kapitálového a finančního trhu ze strany zákonodárce. Jednotlivé druhy investičních nástrojů nejsou zásadně definovány, ať již proto, že se jedná buď o pojmy definované v jiných právních předpisech nebo proto, že se jedná o pojmy ve finanční oblasti běžně používané a snaha o legislativní definici těchto nástrojů nebyly zatím úspěšné.¹²¹ Lze se navíc domnívat, že jakékoli pokusy o jejich legislativní definici by byly spíše kontraproduktivní.

Pojem *investiční nástroj* nezahrnuje všechny cenné papíry, ale pouze (i) investiční cenné papíry, (ii) cenné papíry kolektivního investování¹²² a (iii) nástroje peněžního trhu. Investičními cennými papíry jsou zejména o účastnické a majetkové cenné papíry, dále cenné papíry je nahrazující nebo k jejich nabytí nebo zcizení opravňující a cenné papíry, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota je určena určitými podkladovými aktivy. Podstatné však je, že se **musí jednat o nástroje obchodovatelné na kapitálovém trhu. Z této podmínky je nutno dovodit požadavek na zastupitelnost a převoditelnost těchto cenných papírů.**¹²³ Obchodovatelnost

¹²⁰ Pojem *investiční instrument* a jejich výčet byl do českého práva zaveden již v roce 1998 souvislosti s transpozicí směrnice 93/22/EHS, a to do zákona o dohledu. Zákon č. 262/2000 Sb. tuto úpravu přesunul do zákona o cenných papírech, odkud byla v roce 2004 opět přesunuta - do zákona o podnikání na kapitálovém trhu a terminologicky změněna na *investiční nástroj*. Jako investiční nástroje zákon o podnikání na kapitálovém trhu uváděl investiční cenné papíry, cenné papíry kolektivního investování, nástroje peněžního trhu a deriváty. Novelou zákona o podnikání na kapitálovém trhu č. 230/2008 Sb. transponující Směrnici o trzích finančních nástrojů, která předchozí směrnici nahradila, byl výčet investičních nástrojů zpřesněn a zejména v oblasti derivátových investičních nástrojů rozšířen.

¹²¹ Důvodová zpráva k návrhu zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

¹²² Zejména akcie investičního fondu a podílové listy (§ 3 odst. 3 zákona). Dále se bude jednat o zahraniční cenné papíry obdobné těmto cenným papírům.

¹²³ Mezi typické investiční cenné papíry tak lze zařadit zejména akcie, dluhopisy, warranty, investiční certifikáty a různé podoby depozitních stvrzenek.

je předpokladem také pro zařazení do kategorie nástrojů peněžního trhu, které musí být obchodovatelné na peněžním trhu (srov. § 3 odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu).

Deriváty nejsou podle českého práva cennými papíry, avšak jsou způsobilým předmětem evidence, která o nich může být vedena. Ve velmi omezeném rozsahu byly deriváty předmětem právní úpravy i v režimu zákona o cenných papírech.¹²⁴ Krom toho jsou deriváty vymezeny pro účely účetnictví výčtem jejich definičních znaků též vyhláškou č. 501/2002 Sb., která upravuje účetní standardy.¹²⁵ Zákon o podnikání na kapitálovém trhu nejprve zařazoval do kategorie investičních nástrojů finanční deriváty, po několika novelizacích do působnosti zákona nově spadají de facto rovněž všechny druhy komoditních a exotických derivátů.¹²⁶ V důsledku toho nově podléhají režimu zákona o podnikání na kapitálovém trhu též komoditní burzy, a to v případě, že organizují trh s komoditními nebo finančními deriváty. **Domnívám se, že jelikož jsou deriváty vymezeny jako nástroje na prakticky všechna podkladová aktiva a jedná se jak o nástroje s peněžním tak fyzickým vypořádáním, výčet derivátů je v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu uveden vyčerpávajícím způsobem a žádné nástroje, se kterými může být na kapitálovém trhu obchodováno, nejsou opomenuty.**

Ustanovení § 3 odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu bylo doplněno novelou provedenou zákonem č. 230/2008 Sb. a výslovně uznává, že jeden investiční nástroj může podle svých vlastností vykazat znaky více druhů investičních nástrojů. Dle důvodové zprávy k tomuto zákonu nemá dané ustanovení zásadnějšího významu než pro stanovení rozsahu povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry, komentář k zákonu připojuje

¹²⁴ Viz § 8a zákona o cenných papírech ve znění účinném do 30. dubna 2004.

¹²⁵ Stanovením tří definičních znaků derivátů, které odpovídají jejich ekonomickému vymezení – podkladové aktivum, pákový efekt a termínový charakter obchodu.

¹²⁶ Komoditní deriváty lze od finančních derivátů odlišit tak, že komoditní deriváty obsahují právo na fyzické dodání podkladového aktiva, zatímco vypořádání finančních derivátů spočívá ve vyrovnání finančních závazků.

ještě rozsah registrace investičního zprostředkovatele.¹²⁷ Význam tohoto ustanovení je ovšem ve skutečnosti mnohem širší. Kromě výše uvedeného má vliv i na rozsah povolení k organizování regulovaného trhu, provozování vypořádacího systému, na určení povinností spojených s veřejnou nabídkou, uveřejněním prospektu, informační povinnosti a v neposlední řadě též na posouzení naplnění formálního znaku přestupku nebo správního deliktu.

3.3.1 Investiční nástroje vs. cenné papíry

Důležitá je v této souvislosti otázka vymezení vztahu cenných papírů a investičních nástrojů. **Problém není s vymezením derivátů, ty jsou investičními nástroji, ale nejsou cennými papíry. Ostatní investiční nástroje jsou cennými papíry, ale pouze některé cenné papíry mohou být investičními nástroji.** To za předpokladu, že se jedná o cenné papíry uvedené v § 3 odst. 1 písm. a) až c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu, tedy nástroje peněžního trhu, cenné papíry kolektivního investování a cenné papíry obchodovatelné na kapitálového trhu. **Obecně řečeno se tedy jedná o cenné papíry, které jsou zastupitelné a převoditelné včetně cenných papírů nepojmenovaných. Ostatní cenné papíry investičními nástroji nejsou. Většina cenných papírů však do kategorie investičních nástrojů spadá a tento pojem je proto širší než pojem cenný papír.** Vymezení toho, zda konkrétní finanční nástroj spadá do kategorie cenného papíru nebo investičního nástroje má zásadní význam pro aplikovatelnost jednotlivých ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu, zejména ustanovení týkajících se jednotlivých druhů evidencí investičních nástrojů a zejména možnosti zaknihovatelnosti daného nástroje (viz výše). **Ani zákon o podnikání na kapitálovém trhu však nerozlišuje důsledně, že investiční nástroje a cenné papíry jsou dvě skupiny finančních nástrojů, které se sice v části překrývají, ale nejsou totožné.** Na několika místech např. hovoří

¹²⁷ HUSTÁK, Zdeněk. a kol.: *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. 1. vyd. Praha : C.H. Beck, 2012, s. 1004.

v souvislosti s investiční službou o *úschově investičních nástrojů* (srov. § 4 odst. 3 nebo § 92 odst. 3), přičemž institut úschovy se podle zákona o cenných papírech vztahuje pouze na cenné papíry. Dalším příkladem je již zmiňované spojení *zaknihovaný investiční nástroj*, když zaknihovat lze podle platné právní úpravy pouze cenné papíry.

3.4 CENTRÁLNÍ EVIDENCE CENNÝCH PAPÍRŮ

Centrální evidence vedená centrálním depozitářem dohromady s evidencí navazující na centrální evidenci tvoří centrální evidenci cenných papírů (dále jen "centrální evidence"). V centrální evidenci vedené centrálním depozitářem musejí být podle zákona evidovány všechny zaknihované cenné papíry vydané v České republice¹²⁸ se zákonem stanovenými výjimkami. **Zaknihované cenné papíry s českým právním statutem tedy musí být evidovány obligatorně.** Děje se tak buď v centrální evidenci nebo může být využito některého ze zákonem předvídaných náhradních způsobů jejich evidence, které jsou samostatnou evidencí.

Evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů vedenou centrálním depozitářem může vést zákonem vymezený okruh subjektů. **Na rozdíl od centrální evidence, k jejímuž vedení zákon vyžaduje zvláštní povolení, speciální povolení k vedení evidence navazující na centrální evidenci české právo nezná a oprávnění k jejímu vedení vyplývá pouze z činnosti dané osoby, případně rozsahu jejího oprávnění.**¹²⁹ S ohledem

¹²⁸ Jak uvádím v kapitole 2.7, spíše než místo bude určující právní statusu cenného papíru.

¹²⁹ Evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů může podle § 92 odst. 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu vést:

- a) obchodník s cennými papíry, který má v povolení uvedenou investiční službu úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb,
- b) investiční společnost, pokud jde o evidenci zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, vydávaných podílovým fondem, který obhospodařuje, nebo investičním fondem, se kterým má uzavřenu smlouvu o obhospodařování majetku investičního fondu podle zákona upravujícího kolektivní investování,
- c) Česká národní banka,

na důležitost evidence cenných papírů a nutnost její ochrany a ochrany investorů, jsou subjekty oprávněnými vést evidenci navazující na centrální evidenci pouze licencované subjekty poskytující služby na kapitálovém trhu a podléhající dohledu příslušných orgánů (výjimkou *sui generis* je Česká národní banka). **Centrální depozitář má ze zákona povinnosti centrální evidenci vést, pro subjekty oprávněné k vedení evidence navazující na centrální evidenci tato povinnost obecně předsána není** a evidence tak může být i jednostupňová, neboť cenné papíry mohou být evidovány na účtech vlastníků přímo v centrálním depozitáři. To vyplývá i z návěti § 92 odst. 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, který výčet subjektů oprávněných k jejímu vedení uvozuje slovy „*Evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů vedenou centrálním depozitářem může vést...“*.

Zatímco u zahraničních centrálních depozitářů je vedení evidence základní (pojmovou) činností, obchodníci s cennými papíry a jim odpovídající zahraniční společnosti musejí mít v povolení k činnosti úschovu a správu investičních nástrojů.¹³⁰ Tento požadavek byl původně stanoven i pro investiční společnosti, bylo však od něj upuštěno novelou příslušného ustanovení provedenou zákonem č. 188/2011 Sb., která zohlednila rozdíl v činnosti obchodníka s cennými papíry a investiční společnosti, pro kterou je evidence vymezených podílových listů a zaknihovaných akcií investičního fondu součástí obhospodařování fondu kolektivního investování, a nejedná se fakticky o poskytování investiční služby. Zároveň tak tato úprava vyjasnila rozsah investičních nástrojů, k jejíž evidenci v evidenci navazující na centrální evidenci je investiční společnost oprávněna. Dřívější pravidlo o úschově a správě totiž odkazovalo na rozsah této služby, jak byl vymezen v zákoně o kolektivním investování, kde se vztahovala pouze k cenným papírům vydaným fondem kolektivního investování. **Povolení k poskytování služby bylo**

-
- d) zahraniční osoba, jejíž činnost odpovídá činnosti osob uvedených v písmenech a) a b) a která je oprávněna poskytovat investiční služby v České republice,
 - e) zahraniční centrální depozitář nebo zahraniční osoba oprávněná vést evidenci investičních nástrojů.

¹³⁰ Podle § 4 odst. 3 písm. a) zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

předpokladem pro oprávnění k vedení evidence navazující na centrální evidenci, který měl dle mého názoru pouze zajistit, že evidence bude vedena subjekty, které České národní bance prokázaly, že k tomu mají technické, organizační i personální předpoklady, avšak není nutné, aby i samotné vedení evidence mělo být omezeno pouze na tyto druhy cenných papírů.

Fakultativnost vedení navazující evidence však neplatí bezvýjimečně a zákon v uvedených specifických případech evidenční povinnost dotčeným subjektům ukládá.¹³¹ Investiční společnost je podle § 9 zákona o kolektivním investování povinna zajistit vedení evidence zaknihovaných podílových listů otevřeného podílového fondu, přičemž **dle mého názoru z díky zákona, který hovoří o *zajištění vedení evidence* vyplývá možnost, aby osobou vedoucí tuto evidenci byla i jiná, zákonem k tomu oprávněná osoba, samozřejmě při zachování povinnosti postupovat při výběru této osoby a smluvního zajištění outsourcingu s odbornou péčí.** Ustanovení § 15 odst. 2 písm. f) zákona o kolektivním investování umožňuje investiční společnosti poskytovat jako službu pro jinou investiční společnost mj. vedení evidence podílových listů a vedení seznamu podílníků, **domnívám se však, že toto nelze vykládat jako omezení osob, které mohou pro investiční společnost evidenci zajišťovat, ale pouze jako deklaratorní vymezení rozsahu služeb, které může investiční společnost poskytovat pro jinou investiční společnost; nespátřuji totiž důvod pro omezení okruhu subjektů vedoucích příslušnou evidenci.** Totožná je situace u obchodníka s cennými papíry.¹³²

¹³¹ Konkrétně investiční společnosti pro některé zaknihované cenné papíry kolektivního investování pro něž je povinnost evidence založena na základě smlouvy o obhospodařování, není-li vedena v centrální evidenci, a dále obchodníkovi s cennými papíry na jehož účtu zákazníkům jsou zaknihované cenné papíry vedeny v centrálním depozitáři.

¹³² Podle § 12c odst. 1 písm. a) zákona o podnikání na kapitálovém trhu zajistit zajistí vedení evidence zaknihovaných cenných papírů, s jejichž vlastníkem uzavřel smlouvu o vedení majetkového účtu, na kterém eviduje zaknihované cenné papíry vlastníka, které jsou současně evidovány v centrální evidenci cenných papírů na účtu zákazníkům. I v tomto případě zákon hovoří pouze o *povinnosti zajistit vedení evidence*, nikoli o povinnosti obchodníka s cennými papíry evidenci vést, přičemž v ostatních případech zákonodárce výslovně hovoří o adresné povinnosti nebo oprávnění evidenci vést (srov. § 92 a násl. zákona o podnikání na kapitálovém trhu). V § 12d

Pokud majitel majetkového účtu vedeného centrálním depozitářem není účastníkem centrálního depozitáře, nakládá se svým účtem prostřednictvím účastníka centrálního depozitáře. Centrální depozitář totiž funguje na **účastnickém principu**, kdy přístup k němu není umožněn všem osobám jako tomu bylo u Střediska cenných papírů, ale **pouze zákonem stanoveným osobám, kterými jsou jednak české i zahraniční licencované subjekty působící na kapitálovém trhu a jednak osoby veřejného práva**. Podmínka účastenství se týká jak účtu vlastníků, tak účtů zákazníků. Tento princip je **zcela obvyklý v zahraničí a je odůvodněn požadavkem bezpečnosti účtů a požadavkem kompatibility technického a programového vybavení**¹³³ osoby pro napojení do systémů centrálního depozitáře. Zákon však nikde nestanoví kontraktní povinnost pro účastníky zavřít smlouvu s majiteli účtu. Teoreticky tak může u majetkových účtů převzatých z evidence SCP vzniknout situace, kdy nebude majitel účtu schopen s cennými papíry na svém účtu nakládat. Nicméně v praxi tato možnost pravděpodobně nemůže nastat. Vztah mezi účastníkem centrálního depozitáře a majitelem účtu je založen smluvně s tím, že v případech, kdy je účastník zároveň osobou vedoucí navazující evidenci se **nejčastěji bude jednat o smlouvy o úschově, správě nebo obhospodařování cenných papírů, které budou rovněž obsahovat ujednání o vedení evidence, a v případech ostatních (tedy půjde-li o účet vlastníka vedený v centrálním depozitáři nebo majitel účtu zákazníků nebude zároveň účastníkem) půjde o inominátní smlouvy o vedení majetkového účtu**, které budou zavazovat účastníka centrálního depozitáře k otevření a vedení majetkového účtu, předávání příkazů centrálními depozitáři a předávání výpisu klientovi. Není samozřejmě podmínkou, aby majitel účtu zákazníků byl zároveň účastníkem centrálního depozitáře, tyto instituty jsou vzájemně nezávislé. Zákon nestanoví účastníkům povinnost poskytovat majitelům účtů vlastníků všechny služby. **Problém tak**

odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu navíc zákonodárce umožňuje outsourcovat na jinou osobu výkon činnosti související s poskytováním investiční služby obhospodařování majetku zákazníka. Dle mého názoru proto není pochyb, že obchodník s cennými papíry může pověřit vedením evidence podle § 12c odst. 1 písm. a) zákona o podnikání na kapitálovém trhu jinou osobu. I zde ale platí povinnost obchodníka s cennými papíry postupovat s odbornou péčí.

¹³³ Viz důvodová zpráva k návrhu zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

může vzniknout u méně výnosných služeb, např. u výpisů z nezařazených účtů. Majitel takového účtu totiž musí o výpis požádat některého z účastníků - ten ale nemá povinnost mu tuto službu poskytnout a ani tak nebude chtít činit, nebude-li se mu majitel účtu jevit jako perspektivní potenciální zákazník. Případně mohou být takové služby zpoplatněny extrémně vysokou sazbou.

3.4.1 Provozní řád centrálního depozitáře

Zásady vedení centrální evidence cenných papírů upravuje, krom základních pravidel obsažených v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, zejména provozní řád centrálního depozitáře.¹³⁴

3.4.1.1 Aspekty schvalování změn provozního řádu

Centrální depozitář je povinen o každé změně svého provozního řádu informovat Českou národní banku, která může do 10 pracovních dnů od doručení oznámení o změně

¹³⁴ Provozní řád centrálního depozitáře musí dle § 104 odst. 1 ZPKT obsahovat zejména:

- seznam služeb, které centrální depozitář poskytuje, a podmínky a způsob jejich poskytování,
- způsob zakládání a rušení majetkových účtů, včetně způsobu zakládání více majetkových účtů pro tutéž osobu,
- způsob záznamu vzniku a zániku zástavního práva k cenným papírům a k účtu cenných papírů a způsob předávání příkazů k provedení změn na majetkových účtech,
- náležitosti nezbytné pro vedení evidence majetkových účtů v centrálním depozitáři,
- náležitosti nezbytné pro vedení evidence emisí v centrálním depozitáři,
- pravidla účasti v centrálním depozitáři,
- údaje, které účastník centrálního depozitáře poskytuje centrálnímu depozitáři k plnění jeho povinností a způsob jejich poskytování,
- druhy opatření, která může centrální depozitář uplatnit vůči svému účastníkovi, a postup při jejich uplatňování,
- způsob vedení evidence na účtu zákazníků, postup při zahájení a ukončení vedení evidence,
- určení závěrky dne, a
- druhy výpisů z evidence investičních nástrojů, jejich náležitosti a způsob jejich předávání.

provozního řádu centrálního depozitáře zahájit správní řízení o schválení jeho změny.¹³⁵ **Jsem však toho názoru, že platná právní úprava obligatorních náležitostí provozního řádu a procesu jeho schvalování nedává příliš prostoru pro zahájení správního řízení o schválení změny provozního řádu tak, aby případné zamítavé rozhodnutí České národní banky nebylo jako nezákonné soudem zrušeno.** Ustanovení § 104 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu totiž neuvádí žádné kvalitativní nároky na náležitosti provozního řádu, pro jejichž nedostatky by Česká národní banka mohla správní řízení zahájit. Připadá tudíž v úvahu zřejmě jen využití odkazu na cíle dohledu nad kapitálovým trhem definované v § 2 zákona o dohledu, konkrétně ochranu investorů a kapitálového trhu. Judikatura přístup vycházející z účelu zákona sice podporuje,¹³⁶ avšak **domnívám se, že při současné aplikaci § 104 odst. 1 a 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu ve spojení s § 2 zákona o dohledu, by rozhodnutí spočívající v neschválení změn provozního řádu, které by nebyly zcela flagrantním porušením právních předpisů, nenalezlo ve správním soudnictví oporu.**

Diskutabilní může být otázka samotné nutnosti a vhodnosti schvalování provozního řádu a jeho změn orgánem dohledu. Dle mého názoru je nejsilnějším argumentem proti schvalování provozního řádu ten, že centrální depozitář poskytuje služby téměř výhradně klientům profesionálům, kteří jsou v postavení srovnatelném s centrálním depozitářem. Majitelům nezařazených účtů jsou poskytovány pouze služby výslovně vymezené v zákoně. Při jejich poskytování není prostor pro jakékoli nekalé praktiky, které by mohly majitele těchto účtů jakkoli poškodit, neboť se jedná čistě o služby registračního charakteru. Dostatečným korektivem se proto jeví zákonný požadavek na poskytování služeb s odbornou péčí. Jakékoli změny provozního řádu jsou prováděny po dohodě

¹³⁵ Změna se považuje za schválenou a má se za to, že rozhodnutí nabylo právní moci, jestliže Česká národní banka v této lhůtě správní řízení nezahájí. Viz § 104 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

¹³⁶ Např. Vrchní soud v Praze, sp. zn. 7 A 131/2001 citující právní názor vyslovený bývalým Nejvyšším správním soudem (Boh. A 435/20): "...není-li v zákoně stanovena žádná jiná norma, kterou by byla určena hranice pro volnost kognice správních úřadů, je nutno meze jejich volného pohybu hledat toliko v účelu zákona."

s účastníky centrálního depozitáře, kteří jsou s to si výhodné podmínky dojednat a stejně tak je z jejich strany zajištěna věcná správnost poskytování služeb. Centrální depozitář není motivován postupovat v rozporu se zájmy účastníků. A ti jsou opět licencovanými a dohlíženými subjekty, povinnými poskytovat své služby s odbornou péčí. **S ohledem na postavení centrálního depozitáře je navíc dohled nad jeho činností v oblasti hospodářské soutěže v kompetenci Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže. Předmětem schvalování navíc nejsou ani všeobecné obchodní podmínky bankovních ani jiných poskytovatelů finančních služeb, kde se informační a znalostní asymetrie mezi poskytovateli a příjemci služeb projevuje ještě markantněji.**

Domnívám se však, že lze nalézt i řadu argumentů na podporu schvalování provozního řádu orgánem dohledu. Nejsilnějším je bezesporu zájem na předcházení zavádění takových pravidel, které nejsou v zájmu kapitálového trhu, avšak neporušují obecně závazné právní předpisy, takže jejich aplikaci nelze zakázat využitím nápravných prostředků dohledu. Provozní řád centrálního depozitáře navíc upravuje veškeré podmínky vedení centrální evidence cenných papírů, tedy mimořádně důležitou oblast finančního trhu. S ohledem na ochranu zájmů investorů i kapitálového trhu by takto významná problematika měla být předmětem dohledu. **Krom toho je specifickým znakem českého kapitálového trhu velké množství (zhruba 1,4 mil.) nezařazených účtů vedených v centrální evidenci jakožto pozůstatek kupónové privatizace.** Příjemci služeb centrálního depozitáře tak zdaleka nejsou jen klienti profesionálové v rovném postavení s centrálním depozitářem, ale též neprofesionální investoři s minimálními znalostmi a zkušenostmi, kteří jsou oproti centrálnímu depozitáři ve zřetelně nevýhodnější pozici. **Principy vedení samostatné evidence navíc upravuje obecně závazný právní předpis a není proto důvod, aby podmínky vedení evidence zásadnějšího významu nebyly jakkoli regulovány.**

Jsem toho názoru, že v případě provozního řádu centrálního depozitáře jsou relevantní spíše argumenty ohledně nutnosti jeho schvalování (a schvalování jeho změn) ze strany dohledového orgánu. Zejména z toho důvodu, že se jedná o základní

podmínky poskytování služeb společnosti, která vede centrální evidenci všech českých zaknihovaných cenných papírů, přičemž se jedná o evidenci konstitutivního charakteru. Předmětem úpravy provozního řádu jsou ale detailní a technická pravidla poskytování služeb, a není proto vhodné, aby byla stanovena zákonem nebo vyhláškou. Je ovšem žádoucí, aby bylo upraveno oprávnění dohledového orgánu proti přijetí nevyhovujících pravidel zasáhnout. **Nicméně ani schválením provozního řádu Českou národní bankou se centrální depozitář nemůže zprostit odpovědnosti za nesplnění zákonné povinnosti, kterou provozní řád neřeší nebo řeší odchýlně.** To vyplývá zejména z povinnosti centrálního depozitáře poskytovat své služby s odbornou péčí.

Poněvadž činnost centrálního depozitáře není prozatím upravena evropskou legislativou, není ani problematika schvalování provozních řádů napříč evropskými jurisdikcemi unifikována. **Z provedené komparace zahraničních právních úprav a samotných provozních řádů ve všech státech Evropské unie nevyplývají jednoznačně interpretovatelné výsledky.** Velmi významnou roli v právní úpravě činnosti centrálního depozitáře v jednotlivých členských státech hraje odlišnost jednotlivých právních systémů a historické a společenské okolnosti utváření tamních finančních trhů, přičemž prakticky žádná klasifikace není natolik statisticky významná, aby bylo možno kategoricky učinit zobecňující závěr o jednoznačných přístupech ke schvalování provozních řádů centrálních depozitářů a jejich změn. Dá se říci, že v zemích, kde je centrální depozitář vlastněný státem nebo jím ovládán, existuje též rozsáhlá právní úprava fungování centrálního depozitáře, tudíž i provozní řád je příslušnými orgány státu obvykle schvalován. **Ze států, kde fungují plně soukromé centrální depozitáře, schvaluje provozní řády a jejich změny 12 zemí a 8 jich neschvaluje** (u třech států nelze spolehlivě nalézt legislativu dostupnou z veřejných zdrojů).

Právní úpravu v jednotlivých státech Evropské unie lze rozdělit do čtyř skupin:

1. státy s úpravou obdobnou české, tj. schvalování provozního řádu orgánem dohledu – 15 států (Dánsko, Estonsko, Finsko, Francie, Itálie, Kypr, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Polsko, Portugalsko, Rumunsko, Slovensko, Slovinsko a Španělsko),

2. státy, ve kterých má stát významnou účast v centrálním depozitáři, tudíž i přes absenci výslovného schvalování provozního řádu má na jeho obsah vliv – 2 státy (Malta a Bulharsko),
3. státy bez povinnosti schvalování provozního řádu orgánem dohledu – 6 států (Irsko, Lucembursko, Německo, Rakousko, Švédsko, Velká Británie) a
4. u zbylých tří zemí nejsou zjištění jednoznačná:
 - Belgie a Řecko – provozní řád pravděpodobně schvalován není, relevantní legislativa však není dostupná způsobem umožňujícím dálkový přístup, a
 - Nizozemí – orgánem dohledu jsou zřejmě schvalována pouze pravidla členství v centrálním depozitáři.

Jelikož jsou právní úpravy činnosti centrálních depozitářů a povaha jejich postavení v rámci evropských zemí velmi diverzifikované, nelze vyvodit jednoznačný závěr o převažující koncepci. **Z výsledků provedené komparace plyne, že schvalování provozního řádu centrálního depozitáře není v rámci členských zemí Evropské unie ničím výjimečným, ale naopak mírně převažuje.** Považuji však za překvapivé, že ačkoli je z návrhu připravovaného evropského Nařízení o CSD zcela zřejmé, že záměrem Evropské komise je velmi detailně činnost centrálních depozitářů regulovat, v návrhu se požadavek na schvalování provozních řádů a jejich změn orgány dohledu vůbec neobjevil.

3.4.1.2 Regulace cen centrálního depozitáře

S ohledem na obligatorní náležitosti provozního řádu se nabízí úvaha, zda je součástí provozního řádu také ceník, a zda i ten podléhá schválení ze strany České národní banky, a jaká je její úloha v regulaci cen za služby poskytované centrálním depozitářem. Obsahovou náležitostí provozního řádu totiž musí být též seznam služeb, které centrální depozitář poskytuje, a *podmínky a způsob jejich poskytování*. Je pak otázkou, zda je ceník podmínkou poskytnutí služby. **Domnívám se, že nikoli, a to z několika důvodů. V prvé řadě v tržní ekonomice funguje princip volné tvorby**

cen s výjimkou komodit nebo služeb, jejichž prodej nebo poskytování stát považuje z různých důvodů za hodné zvláštní ochrany, a jejich cenu právními předpisy reguluje, přičemž poskytování služeb centrálním depozitářem takto právními předpisy regulováno není. Dále se domnívám, že podmínkou poskytnutí služby je stanovení, zda služba je poskytována úplatně, přičemž konkrétní částky za konkrétní služby jsou stanoveny v samostatném dokumentu. V neposlední řadě jsem přesvědčena, že právem centrálního depozitáře, jakožto akciové společnosti soukromého práva – byť v určitém rozsahu s přesahy do veřejnoprávní oblasti – je stanovit si libovolně cenové požadavky za poskytování svých služeb. Samozřejmě za předpokladu, že tak bude učiněno v mezích stanovených právními předpisy.

Centrální depozitář totiž má nepochybně dominantní postavení ve smyslu § 10 zákona č. 143/2001 Sb., o ochraně hospodářské soutěže, ve znění pozdějších předpisů, na trhu služeb uvedených v § 100 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, přičemž jeho zneužití na újmu jiných soutěžitelů nebo spotřebitelů zakázáno.¹³⁷ **Pokud by tedy ceny účtované centrálním depozitářem byly v nápadném nepoměru k jím poskytovaným službám, lze takovou situaci kvalifikovat jako zneužívání dominantního postavení.** Cenové podmínky poskytování služeb podléhají rovněž úpravě zákona č. 526/1990 Sb., o cenách, ve znění pozdějších předpisů. Podle tohoto zákona se centrálnímu depozitáři **zakazuje zneužívání svého hospodářského postavení k tomu, aby získal nepřiměřený majetkový prospěch prodejem za sjednanou cenu zahrnující neoprávněné náklady nebo nepřiměřený zisk.**¹³⁸ V neposlední řadě přichází v úvahu i aplikace zákona č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele, ve znění pozdějších předpisů, to však pouze ve vztahu k majitelům nezařazených účtů, neboť účastník centrálního depozitáře není spotřebitelem podle tohoto zákona. V kontextu tohoto zákona **má centrální depozitář**

¹³⁷ Z povahy činnosti centrálního depozitáře, lze usuzovat, že služby jím poskytované mohou být považovány za služby obecného hospodářského významu, na které se zákon o ochraně hospodářské soutěže vztahuje, jen pokud jeho uplatnění neznemožní poskytování těchto služeb. Viz § 1 odst. 3 zákona o ochraně hospodářské soutěže.

¹³⁸ Viz § 2 odst. 3 zákona o cenách.

povinnost poskytovat své služby za cenu sjednanou v souladu s cenovými předpisy.¹³⁹

Z ohledem na shora uvedené důvody se domnívám, že není v pravomoci České národní banky v rámci schvalování provozního řádu centrálního depozitáře schvalovat také jeho ceník, resp. jakýmkoli způsobem regulovat poskytování cen centrálním depozitářem. Jak je také patrné, případné excesy při účtování poplatků za služby by byly dostatečně postižitelné podle obecně závazných právních předpisů. Navíc zde ještě silněji platí to, co již bylo řečeno v souvislosti se schvalováním provozního řádu – není dle mého názoru vůbec představitelné, že by rozhodnutí České národní banky, jímž by zamítla změnu provozního řádu spočívající ve změně ceníku s odkazem na § 104 odst. 1 a 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu ve spojení s § 2 zákona o dohledu, bylo soudem potvrzeno.

3.5 SAMOSTATNÁ EVIDENCE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ A EVIDENCE NAVAZUJÍCÍ NA SAMOSTATNOU EVIDENCI

Na rozdíl od termínu *centrální evidence*, který zahrnuje jak evidenci vedenou centrálním depozitářem, tak evidenci na ni navazující, *samostatná evidence investičních nástrojů* je termín označující pouze první stupeň této evidence (dále jen "samostatná evidence"), zatímco druhý stupeň zákon nazývá *evidencí navazující na samostatnou evidenci*.¹⁴⁰ Samostatná evidence je **jak evidencí investičních nástrojů, tak evidencí o investičních nástrojích**, neboť jejím předmětem jsou:

- a) zaknihované cenné papíry kolektivního investování,
- b) listinné investiční nástroje v úschově,
- c) zahraniční investiční nástroje, které má ve své moci obchodník s cennými papíry za účelem poskytnutí investiční služby, a

¹³⁹ Viz § 3 zákona o ochraně spotřebitele.

¹⁴⁰ Srov. § 93 odst. 1 ve spojení s § 93 odst. 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

- d) investiční nástroje, které nejsou uvedeny v písmenech a) až c) a jejichž povaha to umožňuje.

Dále je nutno připomenout zákonem povolené výjimky, které nebudou z rozhodnutí emitenta vedeny v centrální evidenci: (i) zaknihované cenné papíry kolektivního investování, (ii) zaknihované cenné papíry vedené v evidenci České národní banky podle zákona upravujícího činnost České národní banky, a (iii) státní dluhopisy, vede-li evidenci Česká republika, resp. ministerstvo financí nebo právnická osoba jím zřízená podle zvláštního zákona (viz § 35 odst. 1 písm. d) zákona č. 218/2000 Sb., rozpočtová pravidla).

Důvodem pro výjimku z povinnosti evidovat všechny české zaknihované cenné papíry kolektivního investování v centrálním depozitáři je skutečnost, že podílové listy podílového fondu jsou průběžně vydávány a odkupovány,¹⁴¹ což klade značné nároky na komunikaci mezi investiční společností, která podílové listy vydává, a osobou vedoucí evidenci těchto cenných papírů. Proto zákon umožňuje v zájmu věrohodnosti a efektivnosti vedení této evidence její vedení mimo centrální depozitář. V případě státních dluhopisů se zákonodárce domnívá, že zajištění jejich vedení přímo ministerstvem bude nejjednodušší.¹⁴²

O listinných cenných papírech, které byly uloženy do úschovy podle § 34 a násl. zákona o cenných papírech,¹⁴³ musí být dle tohoto ustanovení vedena schovatelem evidence. Zbytkovou kategorií investičních nástrojů uvedenou pod písm. d) pak jsou investiční nástroje, mimo výše uvedených, jejichž povaha to umožňuje. **Kategorie pod písm. d) však**

¹⁴¹ Po novele zákona o kolektivním investování provedené zákonem č. 188/2011 Sb., je možné, aby statut umožnil odkupování podílových listů i v případě uzavřeného podílového fondu. Avšak s ohledem na zachování rozdílu mezi otevřeným a uzavřeným podílovým fondem, pouze v určitých termínech, upravených statutem, přičemž interval mezi těmito termíny musí činit alespoň 24 měsíců.

¹⁴² Důvodová zpráva k zákonu č. 199/2010 Sb., změna zákona o daních z příjmů a zákona o rozpočtových pravidlech.

¹⁴³ A je-li schovatelem obchodník s cennými papíry též dle § 12c odst. 1 písm. a) zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Zákon o cenných papírech speciálně pro případy listinných papírů v úschově stanoví náležitosti evidence.

nezahrnuje veškeré ostatní investiční nástroje, ale ve spojení s § 92 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu pouze ty nástroje, které nejsou tuzemským cenným papírem /srov. formulaci „evidence všech zaknihovaných cenných papírů“ a konstrukci výjimek v písm. a) tohoto ustanovení/ nebo listinným investičním nástrojem v úschově, tj. zahraniční cenné papíry, jsou-li zároveň investičními nástroji, které nemá ve své moci obchodník s cennými papíry za účelem poskytnutí investiční služby, a dále též smlouvy (např. forward rate agreement nebo futures).

Byť se může z dikce zákona zdát, že vedení samostatné evidence je zcela fakultativní záležitostí, je nutno ve spojení s dalšími ustanoveními zákona a některých zvláštních zákonů, které určitým subjektům vedení samostatné evidence přikazují,¹⁴⁴ dojít k závěru, že plně dobrovolné je pouze vedení evidence podle § 93 odst. 1 písm. d) zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Vedení evidence, jejíž vedení zákon ukládá, ať již obchodníkovi s cennými papíry nebo investiční společnosti, a to bez ohledu na její typ, je pro Českou národní banku, jakožto orgán dohledu, seznatelné právě na základě okolností, které k povinnosti vedení evidence

¹⁴⁴ Vedení samostatné evidence musí být zajištěno:

- investiční společností pro zaknihované podílové listy otevřeného podílového fondu, nejsou-li vedeny v samostatné evidenci (§ 9 odst. 1 písm. a) zákona o kolektivním investování),
- investiční společností pro listinné cenné papíry vydávané fondem kolektivního investování, které jí zákazníci svěřili do úschovy nebo správy (§ 9 odst. 1 písm. b) zákona o kolektivním investování),
- obchodníkem s cennými papíry o listinných cenných papírech, které převzal od zákazníků do úschovy (§12c odst. 1 písm. c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu),
- obchodníkem s cennými papíry o zahraničních investičních nástrojích, které převzal od zákazníků za účelem poskytnutí inv.služby (§12c odst. 1 písm. d) zákona o podnikání na kapitálovém trhu) a
- obchodníkem s cennými papíry o ostatních investičních nástrojích, které převzal od zákazníků za účelem poskytnutí investiční služby, a které vede v samostatné evidenci (§12c odst. 1 písm. e) zákona o podnikání na kapitálovém trhu).
- Jak bylo uvedeno v souvislosti s evidencí navazující na centrální evidenci, z návětí obou relevantních ustanovení dle mého názoru vyplývá, že jak investiční společnost tak obchodník s cennými papíry nemusí vést evidenci sami, ale mohou jejím vedením pověřit jinou osobu.

vedly. Pro případ, kdy určitá osoba povede evidenci, jejíž vedení není zákonem této osobě uloženo, musí tato osoba oznámit České národní bance některé informace týkající se vedení této evidence.

I pro vedení samostatné evidence investičních nástrojů je s ohledem na ochranu investorů **omezen okruh subjektů oprávněných k jejímu vedení** – její vrcholnou úroveň může vést vymezený okruh poskytovatelů finančních služeb,¹⁴⁵ přičemž zatímco centrální depozitář je k vedení samostatné evidence oprávněn přímo ze zákona, oprávnění ostatních subjektů závisí na rozsahu povolení, které jim bylo uděleno.

Jak vyplývá z výše uvedeného, centrální depozitář může vést jak centrální evidenci v prvním stupni, tak samostatnou evidenci. V každém druhu evidence se evidují jiné investiční nástroje, **povede-li tedy zaknihované cenné papíry, povede je v centrální evidenci, zatímco evidence jiných investičních nástrojů bude zpravidla vedena v samostatné evidenci. To neplatí u zaknihovaných podílových listů, jejichž vedení je v řadě případů výhodnější v samostatné evidenci – tu obhospodařuje na základě zvláštní smlouvy s centrálním depozitářem přímo emitent těchto cenných papírů.**

¹⁴⁵ Samostatnou evidenci může podle § 93 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu vést:

- a) centrální depozitář,
- b) obchodník s cennými papíry, který má v povolení ke své činnosti uvedenou investiční službu úschova a správa,
- c) investiční společnost, pokud jde o evidenci zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, vydávaných podílovým fondem, který obhospodařuje, nebo investičním fondem, se kterým má uzavřenu smlouvu o obhospodařování majetku investičního fondu podle zákona upravujícího kolektivní investování,
- d) provozovatel vypořádacího systému, pokud vede tuto evidenci pro investiční nástroje uvedené v § 93 odst. 1 písm. b) až d), u kterých je oprávněn vypořádávat pohledávky a závazky z obchodů,
- e) banka, která má v bankovní licenci uvedenou investiční službu úschova a správa, a
- f) zahraniční osoba, jejíž činnost odpovídá činnosti některé z osob uvedených v písmenech a), b) a d) a která je oprávněna poskytovat investiční služby v České republice.

Evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů pak může být, kromě výše uvedených subjektů, vedena i zahraničním centrálním depozitářem nebo zahraniční osobou oprávněnou vést evidenci investičních nástrojů.

Podílové listy jsou vedeny na majetkových účtech zřizovaných centrálním depozitářem na žádost emitenta ve zvláštní, technicky oddělené části samostatné evidence centrálního depozitáře.

Specifickou povahu má samostatná evidence investičních nástrojů vedená Českou národní bankou podle zákona o České národní bance,¹⁴⁶ která je evidencí krátkodobých cenných papírů, nástrojů peněžního trhu. **Uvedené samozřejmě neznamená, že by předmětné cenné papíry musely být evidovány pouze v samostatné evidenci vedené Českou národní bankou; jedná se však o taxativní výčet cenných papírů, jejichž evidenci může vést Česká národní banka.**¹⁴⁷ V zaknihované podobě by dané cenné papíry mohly být evidovány i v centrálním depozitáři. Z ustanovení § 93 odst. 5 zákona o podnikání na kapitálovém trhu **není dle mého názoru zcela zřejmé, zda se povinnost řídit se prováděcím právním předpisem vztahuje i na samostatnou evidenci vedenou Českou národní bankou,** která je výslovně vedena podle zákona o České národní bance a zároveň se řídí provozním řádem, který má Česká národní banka povinnost uveřejnit, tedy předpisem, který je na úrovni provozního řádu centrálního depozitáře – předpisu majícím víceméně komplexním způsobem upravovat vedení centrální evidence. Nabízí se pak otázka, co by pak mělo být navíc předmětem úpravy takového provozního řádu. Vyhláška č. 58/2006 Sb. ovšem výslovně uvádí, že se její úprava vztahuje i na evidenci vedenou Českou národní bankou. Specifickou samostatnou evidencí pak bude i případná evidence vedená ministerstvem financí nebo právnickou osobou jím zřízenou v souvislosti s řízením státního dluhu podle rozpočtových pravidel.

¹⁴⁶ Dle § 31 tohoto zákona vede Česká národní banka evidenci těchto cenných papírů:

- cenných papírů vydávaných Českou republikou a splatných do jednoho roku,
- cenných papírů vydávaných Českou národní bankou, kterými mohou být pouze krátkodobé cenné papíry se splatností do šesti měsíců a
- dluhopisů s dobou splatnosti do jednoho roku.

¹⁴⁷ Jediným požadavkem zákona je uveřejnění provozní řád pro vedení evidence a jeho změn ve Věstníku České národní banky a způsobem umožňujícím dálkový přístup.

Základní principy vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů upravuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu a podrobné zásady zvláštní právní předpis, jímž je vyhláška č. 58/2006 Sb.,¹⁴⁸ která vychází ze zásady, že obsah samostatné a navazující evidence a předpoklady provádění zápisů musí odpovídat povaze evidovaných investičních nástrojů. Stanoví proto odlišná pravidla pro evidenci zaknihovaných cenných papírů, listinných cenných papírů, zahraničních investičních nástrojů převzatých obchodníkem s cennými papíry a jiných investičních nástrojů, kterými budou zejména derivátové investiční nástroje. **Důvodová zpráva k vyhlášce hovoří o tom, že ustanovení § 11 se analogicky aplikuje na zaknihované deriváty, což je ovšem nesmysl, neboť zaknihovat lze pouze cenné papíry.**¹⁴⁹

3.6 MAJETKOVÉ ÚČTY A VÍCESTUPŇOVOST EVIDENCE

3.6.1 Majetkové účty

Zákon rozlišuje **dva druhy** majetkových účtů, na nichž jsou investiční nástroje v centrální nebo samostatné evidenci vedeny, a které se liší v závislosti na vztahu majitele účtu k investičním nástrojům na nich evidovaných: účet vlastníka a účet zákazníků.

Účet vlastníka je veden pro osobu, která je vlastníkem investičních nástrojů na tomto účtu evidovaných. Evidované investiční nástroje musí být vždy evidovány na účtu vlastníka.

¹⁴⁸ Vyhláška stanoví technické a organizační požadavky na používaný informační systém, stanoví minimální obsahové náležitosti evidence, konkretizuje některé předpoklady pro provádění zápisů do evidence, upravuje minimální náležitosti výpisů z majetkových účtů a stanoví podrobnosti o způsobu zasílání informací osobou vedoucí evidenci.

¹⁴⁹ Především derivátů se týká ustanovení § 11 vyhlášky, které ovšem konkrétní zásady vedení evidence a její náležitosti nestanoví, pouze odkazuje na použití obecných ustanovení ostatních částí vyhlášky, upravující investiční nástroje, které mají k těmto jiným investičním nástrojům povahou nejbližší s tím, že je nutné přihlížet zejména k významu zápisu do evidence pro vznik a trvání práv z investičního nástroje, možnosti převádět práva spojená s investičním nástrojem zápisem do evidence a k možnosti svěřením daného nástroje jiné osobě.

Účet vlastníka proto může vést centrální depozitář, osoba vedoucí v evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů, osoba vedoucí samostatnou evidenci i osoba vedoucí evidenci navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů. Zákon zároveň stanoví vyvratitelnou právní domněnku, že majitel účtu vlastníka, je považován za vlastníka investičních nástrojů na něm evidovaných, pokud není prokázán opak. Již v podmínkách evidence SCP Nejvyšší soud v usnesení ze dne 6. září 2000, sp. zn. 29 Cdo 901/2000 **dovodil, že samotná skutečnost, že jsou akcie evidovány na účtu určité osoby vedeném Střediskem cenných papírů, není nezpochybnitelným důkazem o tom, že osoba, na jejímž účtu jsou tyto akcie evidovány, je jejich majitelem.** Krom případů, kdy může být z rozličných důvodů vlastnické právo k cenným papírům skryto prostřednictvím různých soukromoprávních institutů, se může jednat o případy **dědictví (kdy jsou cenné papíry evidovány na účtu zůstavitele, byť se jeho smrtí stávají majetkem dědice), zápis převodu cenného papíru k němuž došlo trestným činem, nebo zápis na majetkový účet nevlastníka v důsledku chyby v evidenci.** Jak tedy vyplývá z konstrukce domněnek v § 94 odst. 1 a 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, právní úprava evidencí **nesleduje beneficianty, ekonomické vlastníky investičních nástrojů, ale pouze právní vlastnictví investičních nástrojů.**

Investiční nástroje jsou evidovány na **účtu zákazníků** jen v případě, že je majitel účtu převzal od jejich vlastníků.¹⁵⁰ Podmínkou pro vedení účtu zákazníků tedy je, že:

- evidované investiční nástroje nejsou vlastnictvím majitele účtu,
- investiční nástroje byly majiteli účtu svěřeny (má je tedy v detenci), a
- investiční nástroje byly majiteli účtu svěřeny jejich vlastníkem (nemohou mu být svěřeny třetí osobou, která není jejich vlastníkem, tj. v druhotné úschově)

Hovoří-li zákon o podnikání na kapitálovém trhu o **svěření** investičních nástrojů, lze dovodit z dikce **§ 12 zákona o podnikání na kapitálovém trhu ve znění účinném**

¹⁵⁰ Viz § 94 odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

do 30. června 2007 ve spojení s § 34 a násl. zákona o cenných papírech, že se jedná zejména o situace, kdy majitel účtu zákazníků převzal cenné papíry od jejich vlastníka do úschovy. Takovému závěru by mohl svědčit i § 110 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu stanovící pravidla vedení účtu zákazníků centrálním depozitářem, podle něhož lze na těchto účtech evidovat pouze investiční nástroje, s jejichž vlastníkem majitel účtu uzavřel smlouvu o úschově (jeden z příkladů, kdy zákonodárce hovoří o úschově ve spojení s investičními nástroji, byť zákon o cenných papírech zná pouze úschovu cenných papírů). **Úschovou je v těchto případech třeba rozumět jak explicitně samotnou úschovu podle § 34 zákona o cenných papírech, tak úschovu v rámci jiných smluvních ujednání, které úschovu obsahují, typicky se bude jednat o smlouvy o správě nebo obhospodařování cenných papírů.**¹⁵¹

Otázkou zůstává, zda by se o svěřeni jednalo i v jiných případech, které nelze subsumovat pod úschovu cenných papírů. S ohledem na citovaný § 110 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu by tomu tak být nemělo (centrální depozitář vede jak centrální evidenci, tak je oprávněn vést samostatnou evidenci, což § 110 odst. 1 nerozlišuje.). Stejně tak je ale zcela namístě námitka Vlastimila Pihera,¹⁵² který takový případ spíše nevylučuje s ohledem na volnější dikci § 94 odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, avšak dovozuje, že by se jednalo o řídký jev, neboť zákon pro takové případy nestanoví povinnost evidenci vést. **S tímto závěrem souhlasím zejména ze dvou dalších důvodů.** Prvním je, že v samostatné evidenci mohou být evidovány nejen cenné papíry, ale i deriváty. Na ně však nelze aplikovat úpravu smlouvy o úschově, která se týká pouze cenných papírů. **Pokud bychom tedy převzetí podle § 94 odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu vykládali v užším smyslu, pouze ve smyslu úschovy podle zákona o cenných papírech, museli bychom dospět k závěru, že deriváty mohou**

¹⁵¹ Ustanovení § 34 zákona o cenných papírech umožňuje úschovu jak listinných tak i zaknihovaných cenných papírů.

¹⁵² PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu. Právní rozhledy. 2005. č. 1. s. 24.

být evidovány pouze na účtech vlastníků. To by ovšem nemělo význam a jsem přesvědčena, že takový důsledek nebyl záměrem zákonodárce. Druhým důvodem je absence požadavku na povolení k poskytování investiční služby úschova a správa u provozovatele vypořádacího systému (povolení k úschově a správě není pro provozovatele vypořádacího systému automatickým oprávněním, ale závisí na rozsahu povolení) a zahraničních osob podle § 93 odst. 1 písm. e) zákona o podnikání na kapitálovém trhu, jakožto osob oprávněných vést samostatnou evidenci investičních nástrojů, přičemž dle mého názoru není důvod, aby byly podmínky pro tyto osoby nastaveny benevolentněji.

Účet zákazníků je dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu veden pro osobu, která není vlastníkem investičních nástrojů evidovaných na tomto účtu, a která vede tyto investiční nástroje v evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů nebo v evidenci navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů. Z čehož vyplývá, že **účty zákazníků mohou být zřizovány v obou prvostupňových evidencích,¹⁵³ v centrální i v samostatné evidenci a zároveň, že osoba, pro kterou byl účet zákazníků zřízen, musí vést ohledně těchto investičních nástrojů navazující evidenci.** Ta je pak vedena zásadně pouze na účtu vlastníků (vyjma evidence vedoucí do zahraničí, viz dále).¹⁵⁴

¹⁵³ Není zcela jasné, zda je tomu tak i v případě samostatné evidence sběrného dluhopisu podle §36 zákona o dluhopisech, který stanoví, že osoba vedoucí samostatnou evidenci sběrných dluhopisů je povinna vést evidenci vlastníků těchto dluhopisů, která je seznamem vlastníků, z čehož může vyplývat požadavek na jednostupňovost evidence sběrných dluhopisů. Zákon však výslovně nehovoří o účtech vlastníků, a odkazuje bez dalšího na způsob a náležitosti vedení evidence podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Podle důvodové zprávy k návrhu zákona o dluhopisech lze navíc „s ohledem na vícestupňovou evidenci očekávat zvýšení zájmu o sběrné dluhopisy“. Je tedy zjevné, že cílem zákonodárce bylo umožnit vedení vícestupňové evidence sběrných dluhopisů a zákonná formulace je tak pouze nevhodným vyjádřením.

¹⁵⁴ Ustanovení § 94 odst. 7 zákona o podnikání na kapitálovém trhu ve znění účinném do 31. července 2007 obsahovalo zákaz vedení evidence zaknihovaných podílových listů otevřeného podílového fondu na účtech zákazníků a evidence pro tyto cenné papíry mohla být pouze jednostupňová. Pro takovou restriktci však nebyl žádný racionální důvod. Zdá se, že zákonodárce si neuvědomil, že podílové listy mohou být distribuovány jinou osobou, než tou, která vede samostatnou evidenci, což toto pravidlo znemožňovalo. Zákonem č. 230/2008 Sb., byla nemožnost vedení dvoustupňové evidence pro zaknihované podílové listy otevřeného

3.6.1.1 Dopady nového občanského zákoníku do oblasti majetkových účtů

Na stejném principu vedení evidence je založena úprava v novém občanském zákoníku, která pouze přebírá základní ustanovení § 94 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, totiž že evidence zaknihovaných cenných papírů je vedena na majetkových účtech,¹⁵⁵ kterými jsou účet vlastníka a účet zákazníka, přičemž **zachovává vyvratitelnou právní domněnku**, že vlastníkem je osoba, na jejímž účtu vlastníků je zaknihovaný cenný papír evidován. **Zákonnou výjimkou**, danou přímo novým občanským zákoníkem, kterou doposud české právo neznalo, **bude případ investičních nástrojů evidovaných na účtu vlastníka zřízeného pro svěřenský fond** ve smyslu § 1448 nového občanského zákoníku.¹⁵⁶ Na účtu vlastníka zřízeného pro tuto osobu budou evidovány investiční nástroje, které budou považovány za investiční nástroje bez vlastníka, přičemž **dle zákona bude za jejich vlastníka vystupovat svěřenský správce. V tomto případě tedy bude vyvracet právní domněnku o vlastnictví přímo zákon.**

V souvislosti s účtem zákazníků se v novém občanském zákoníku namísto o současném převzetí zaknihovaného cenného papíru hovoří o jeho svěřeni osobě, pro kterou byl účet zákazníků zřízen. **Dle mého názoru je význam obou pojmů stejný a odpovídá situaci, kdy není třetím osobám zjevný skutečný (ekonomický) vlastník této věci a v právních**

podílového fondu zrušena a tyto cenné papíry nyní mají stejný režim jako jiné investiční nástroje evidované v samostatné evidenci.

¹⁵⁵ Ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu však neruší, už z toho důvodu, že zatímco předmětná ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu se vztahují jak na centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů, tak na samostatnou evidenci, kde jsou evidovány investiční nástroje, zatímco nový občanský zákoník upravuje pouze cenné papíry a zaknihované cenné papíry.

¹⁵⁶ Svěřenský fond vzniká tak, že zakladatel fondu vyčlení ze svého majetku za nějakým, předem daným, účelem určitou jeho část, svěří ji svěřenskému správcí a ten se zaváže tento majetek držet a spravovat. Zakladatel fondu pozbývá vlastnická práva k oddělenému majetku a vlastnická práva k majetku ve svěřenském fondu pak vykonává vlastním jménem na účet fondu svěřenský správce. Podstatným pravidlem nového institutu nicméně je, že majetek ve svěřenském fondu nebude ani vlastnictvím správce, ani vlastnictvím zakladatele, ani vlastnictvím osoby, které má být ze svěřenského fondu plněno; bude se jednat o majetek bez vlastníka. Do veřejných seznamů nebo do jiných evidencí se svěřenský správce запиše jako vlastník majetku ve svěřenském fondu s poznámkou „svěřenský správce“ (§ 1456 nového občanského zákoníku).

vztazích na jeho místě vystupuje ten, komu byl majetek svěřen, tedy v případě movitých věcí ten, kdo má věc v detenci.

3.6.1.2 Limity vícestupňovosti evidence investičních nástrojů

Centrální i samostatná evidence mohou být i jednostupňové. Vede-li ovšem příslušná osoba evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů vedenou centrálním depozitářem, vede tuto evidenci pouze na účtech vlastníků – centrální evidence cenných papírů je tedy zásadně maximálně dvoustupňová.

Pokud jde o samostatnou evidenci, je situace složitější. Investiční nástroje v samostatné evidenci mohou být vedeny jak na účtech vlastníků, tak na účtech zákazníků. Osoba, která vede evidenci navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů, vede podle § 94 odst. 8 zákona o podnikání na kapitálovém trhu tuto evidenci na účtech vlastníků nebo účtech zákazníků. **Účet zákazníků však může být veden již pouze pro zahraniční osobu.**¹⁵⁷ Standardně je tedy samostatná evidence dvoustupňová, avšak v případě, že je majitelem účtu zákazníků určitá zahraniční zákonem specifikovaná osoba, může být evidence vícestupňová. Možnost vícestupňové evidence pro zahraniční subjekty byla do zákona o podnikání na kapitálovém trhu doplněna novelou provedenou zákonem č. 230/2008 Sb. Zákonodárce tímto krokem vzal na vědomí, že v zahraničí je standardně evidence vícestupňová, vedená na účtech několika zprostředkovatelů a v případě, že taková evidence vede do zahraničí, není s ohledem na teritorialitu českého právního řádu možné její vedení v zahraničí regulovat. **Důsledkem novely zákona tedy nebyla změna dosavadních pravidel vedení evidence, ale pouhé legislativní uznání faktického stavu, který v praxi existoval.** Nelze se však zcela ztotožnit s kritikou předchozí právní úpravy, že požadavek na dvoustupňovost evidence i v případě jejího vedení do zahraničí

¹⁵⁷ Jejíž činnost odpovídá činnosti obchodníka s cennými papíry, investiční společnosti nebo banky anebo pro zahraniční centrální depozitář nebo zahraniční osobu oprávněnou vést evidenci investičních nástrojů, která vede navazující evidenci v zahraničí podle zahraničního právního řádu.

je "nereálný a v podstatě nevymahatelný, pokud se jako osoby vedoucí navazující evidenci připustily i zahraniční osoby, zejména zahraniční centrální depozitáři".¹⁵⁸ U většiny jiných subjektů tomu tak bude, v případě zahraničních centrálních depozitářů nebo osob vedoucích nejvyšší stupeň evidence v systémech nepřímé držby nikoli, neboť právními vlastníky cenných papírů tyto osoby naopak jsou (viz dále).

Vícestupňová evidence tak připadá v úvahu pouze v případě, že majitelem účtu zákazníků v druhém stupni bude osoba, která má odpovídající povolení k poskytování investičních služeb, a její vícestupňovost se projeví pouze při pohledu na evidenci jako celek – na území České republiky je evidence vždy dvoustupňová. Zahraničním osobám nelze ani efektivně stanovovat a vynucovat na nich splňování organizačních a technických předpokladů vedení evidence, když tyto osoby nepodnikají na území České republiky a nepodléhají dohledu České národní banky.¹⁵⁹

Zákon o cenných papírech však u listinných cenných papírů výslovně umožňuje druhotnou úschovu, tedy předání schovatelem jinému schovateli a ten má potom zákonnou povinnost (§ 9 odst. 1 písm. b) zákona o kolektivním investování a §12c odst. 1 písm. c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu) vedení evidence o uschovaných cenných papírech zajistit. **Sám zákon tedy vytváří předpoklady k tomu, aby fakticky byla vedena vícestupňová evidence, ale právně její vedení neumožňuje.**

Domnívám se, že pro omezení evidence investiční nástrojů na dva stupně není žádný racionální důvod a stejně tak, jako byla vícestupňová evidence vedena v podmínkách Střediska cenných papírů, bude vedena i v podmínkách evidence investičních nástrojů podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Jsem tohoto názoru,

¹⁵⁸ DĚDIČ, Jan a ČECH, Petr. Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci. Právní zpravodaj. 2004. č. 6. s. 1.

¹⁵⁹ Proto byly zahraniční osoby vyloučeny z povinnosti dodržovat danou část vyhlášky č. 58/2006 Sb., za předpokladu, že je majitelem účtu zákazníků v druhém stupni zahraniční osoba, která má odpovídající povolení orgánu dohledu jiného členského státu.

že by zákonodárce měl v tomto případě reflektovat faktickou podobu evidence investičních nástrojů, vyjít vstříc potřebám trhu a víceúrovňovou evidenci právně upravit.

3.6.1.3 Problematické otázky vedení nezařazených účtů

Jako specifický důsledek převzetí evidence SCP fungující na odlišných principech vedení a přístupu k účtům se v centrální evidenci vedené CDCP nachází **většina účtů v nezařazeném režimu, což znamená, že jejich vlastníci dosud neuzavřeli s žádným účastníkem centrálního depozitáře příslušnou smlouvu upravující vedení majetkového účtu.** Z toho důvodu jsou tyto majetkové účty vedeny přímo CDCP. **Mezi CDCP a majiteli nezařazených účtů neexistuje smluvní vztah, jejich právní vztah je založen pouze přechodným ustanovením § 202a zákona o podnikání na kapitálovém trhu.** Existencí nezařazených účtů se poněkud vytrácí smysl fungování centrálního depozitáře, který je právě založen na účastnickém principu. Neumožňuje se proto zpětný převod účtů zařazených pod účastníkem do evidence nezařazených účtů při ukončení smluvního vztahu mezi účastníkem a jeho zákazníkem. Zákonodárce také v přechodných ustanoveních zákona o podnikání na kapitálovém trhu omezil rozsah služeb, které mohou být vlastníkům nezařazených účtů poskytovány.¹⁶⁰ Jedná se o pravidlo, které má zajišťovat minimální poskytovaný evidenční standard tak, aby nedošlo k narušení kontinuity a funkčnosti evidence zaknihovaných cenných papírů. Dle čl. 27 odst. 8 Provozního řádu CDCP¹⁶¹ jsou majitelům nezařazených majetkových účtů vydávány výpisy z účtu

¹⁶⁰ Jedná se o vedení evidence investičních nástrojů na majetkovém účtu v rozsahu stanoveném tímto zákonem a zápis změny do evidence emise na základě požadavku emitenta. Provozní řád CDCP v čl. 22 odst. 4 vymezuje seznam služeb, které poskytuje ve vztahu k nezařazeným majetkovým účtům podrobněji.

¹⁶¹ Provozní řád Centrálního depozitáře cenných papírů, a.s. Viz Centrální depozitář cenných papírů, a.s., Provozní řád [online]. 2011 [cit. 2012-01-31]. Dostupný z [www: <http://www.centraldepository.cz/CDCP_downloads/Rules_Regulation/CZ/CDCP_provozni_rad.pdf>](http://www.centraldepository.cz/CDCP_downloads/Rules_Regulation/CZ/CDCP_provozni_rad.pdf).

nejpozději k datu převedení evidence z SCP na CDCP.¹⁶² Po tomto datu může docházet na nezařazených majetkových účtech ke změnám, které však nebudou na výpisu z nezařazeného účtu zobrazeny. **Tím může docházet ke změnám údajů týkajících se vlastníka cenných papírů nebo i ke změně samotného vlastníka, aniž by tyto změny byly v evidenci zapsány. Z těchto důvodů nemusí výpisy z evidence emise v části týkající se nezařazených majetkových účtů a jejich majitelů odpovídat skutečnosti.** Nelze pak vyloučit, že majitelé účtů v nezařazené evidenci mohou čelit potížím v souvislosti s uplatňováním práv spojených se zaknihovanými cennými papíry evidovanými na nezařazených majetkových účtech.

Zákonodárce předpokládal, že nemožnost disponovat s investičními nástroji bude dostatečnou motivací pro převedení majetkových účtů pod účastníky, a nezařazené účty budou pouze přechodnou záležitostí. Tento předpoklad však nebyl naplněn – **od převzetí evidence bylo pod účastníky převedeno jen 1 % nezařazených účtů** – zejména u neaktivních účtů, na nichž byly evidovány pouze nehodnotné cenné papíry, obvykle získané v kupónové privatizaci, jichž se neměli vlastníci možnost zbavit se jinou cestou. V současné době vede CDCP přibližně 1,4 miliónů majetkových účtů, z nichž jen 70 000 je zařazených účtů převedených pod účastníky.

Vlastníci nehodnotných cenných papírů tyto nástroje nepřevádějí a nemají tudíž motivaci smlouvy s účastníky podepisovat. Na rozdíl od zařazené evidence, vedení cenných papírů v nezařazené evidenci není zpoplatňováno. CDCP se proto rozhodl zřídit Nadační fond CDCP, kterému mohou vlastníci cenných papírů darovat cenné papíry, které považují za nehodnotné, což jsou zejména cenné papíry evidované právě na nezařazených účtech.¹⁶³ Předmětem daru mohou být jakékoli cenné papíry evidované jak na zařazených,

¹⁶² Tj. pouze k určenému datu z období od 1. ledna 1998 do 25. června 2010.

¹⁶³ Nadační fond CDCP se snaží motivovat i tím, že poplatek za převod cenných papírů nehradí dárce, ale právě Nadační fond CDCP. Cenné papíry je možné darovat na základě uzavření darovací smlouvy, a to buď prostřednictvím vybraných účastníků CDCP nebo ji lze uzavřít korespondenčním způsobem přímo s Nadačním fondem CDCP, pokud má majitel účet veden v nezařazené evidenci.

tak nezařazených majetkových účtech, vyjma cenných papírů s právními vadami, a vyjma cenných papírů vyjmenovaných CDCP, což jsou například cenné papíry emisí, na které bylo vydáno předběžné opatření zakazující převod akcií. Mají-li takové cenné papíry v majetku společnosti, které jsou v likvidaci, nelze, přestože již mohlo dojít ke zpeněžení majetku společnosti a vyplacení většiny likvidačního zůstatku, ukončit likvidaci, což je stav, který může trvat i mnoho let.

U nehodnotných cenných papírů, které nelze darovat Nadačním fondem CDCP, se proto nabízí možnost jejich opuštění v souladu s § 135 odst. 4 občanského zákoníku.

Možnost opuštění samozřejmě není limitována jen na cenné papíry, které nemohou být převedeny na Nadační fond, nicméně využití Nadačního fondu je jednodušší, tudíž využívanější. Právo derelikce je jednou ze základních složek vlastnického práva. Žádný vlastník nemůže být nucen, aby si zachoval vlastnictví k věci, jestliže nechce být jejím vlastníkem. Ústavní soud k tomu uvádí: "...Právo opustit věc (*ius dereliquendi*) je součástí obsahu vlastnického práva a jeho podstatou je projev vůle vlastníka (byť i konkludentní) nadále nebýt vlastníkem věci. Samotné fyzické opuštění věci takový právní následek nemůže vyvolat, není-li výrazem vůle zaměřené na zánik vlastnického práva...".¹⁶⁴ Podle doktríny i ustálené judikatury je opuštění věci shodně definováno jako jednostranný právní úkon, kterým vlastník věci vyjadřuje vůli nadále vlastníkem této věci nebýt, aniž by přitom vlastnictví převáděl na jinou osobu. Jelikož se jedná o právní úkon, musí být naplněny předpoklady zákona pro jeho platnost.¹⁶⁵ **V literatuře se objevil názor, že zaknihované cenné papíry nemohou být – na rozdíl od listinných – opuštěny.** R. Kříž uvádí, že překážkou derelikce je zejména nemožnost jejich fyzického opuštění díky absenci hmotného substrátu, rozpor s příslušným ustanovením zákona o podnikání na kapitálovém

¹⁶⁴ Nález Ústavního soudu ze dne 26. dubna 2005, sp. zn. I. ÚS 696/02.

¹⁶⁵ Z judikatury lze uvést příklady rozhodnutí Nejvyššího soudu sp. zn. 28 Cdo 1254/2003, sp. zn. 1055/2004 nebo sp. zn. 28 Cdo 2730/2004, z literatury pak komentář Jiřího Spáčila k občanskému zákoníku, kteří uvádí, že "...opuštění věci je právní úkon, a proto nesmí odporovat zákonu ani jej obcházet či být v rozporu s dobrými mravy...". Jiří Švestka, Jiří Spáčil, Marta Škárová, Milan Hulmák a kolektiv Občanský zákoník I, II, 2. vydání, Praha 2009, s. 782.

trhu stanovím, že zápis do evidence investičních nástrojů se provede pouze na základě oprávněné osoby, absencí dovolení opuštění v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu a dále možný rozpor s dobrými mravy.¹⁶⁶

Pokud jde o pozbytí fyzické detence, to je dle mého názoru obsaženo právě v projevu vůle věc opustit, který stačí učinit i ústně nebo písemně, a nemusí přitom nutně jít doslova o její fyzické odevzdání nabyvateli. Koneckonců při takto doslovném výkladu by nešlo opustit ani nemovitost, od které lze nanejvýše předat klíče, ale nikoli ji fyzicky odevzdat. Na nového vlastníka, obec,¹⁶⁷ vlastnické právo přejde ze zákona a přechod zapíše CDCP na základě příkazu účastníka. **To, že investiční nástroje budou připisovány na majetkový účet nabyvatele proti jeho vůli, vyplývá z podstaty institutu derelikce.** Vlastník obvykle opouští právě nehodnotné věci, o které by samozřejmě příslušná obec za jiných okolností neměla zájem, nicméně zákon ji stanoví pro tyto případy jako nabyvatele, takže **nevůle obce s nabytím opuštěných investičních nástrojů nemůže být argumentem pro neumožnění derelikce.** Argument R. Kříže, že zákon o podnikání na kapitálovém trhu neupravuje možnost opuštění, naopak hovoří pro to, že opuštění zaknihovaných investičních nástrojů možné je. Jediný argument, který může být dle mého názoru diskutabilní, je možnost rozporu s dobrými mravy a z toho vyplývající **neplatnost právního úkonu.** S opuštěním zaknihovaných investičních nástrojů se totiž jejich dosavadní vlastník zbavuje povinnosti platit na za jejich vedení poplatky a tato povinnost přechází na nabyvatele. **Náklady související s úschovou však nabyvateli vzniknou při opuštění prakticky jakékoli věci, proto by v tomto ohledu bylo nutno zkoumat každý případ individuálně.** Listinné a zaknihované cenné papíry jsou vzájemně zastupitelné a liší se pouze technickým provedením, z čehož lze dovodit, že na ně nelze aplikovat rozdílnou právní úpravu, resp. danou právní úpravu bez zákonného důvodu neaplikovat. Výše uvedené argumenty proti možnosti opustit

¹⁶⁶ Kříž, Radim: Úvaha na téma opuštění listinných a zaknihovaných akcií, 2010, Právní fórum, č. 1, ASPI č. LIT34864CZ.

¹⁶⁷ Viz § 135 občanského zákoníku.

zaknihované investiční nástroje nejsou dle mého názoru zcela přesvědčivé a domnívám se proto, že derelikce zaknihovaných investičních nástrojů možná je.

V souvislosti s nezařazenými účty se nabízí též **otázka oprávněnosti zpoplatňování evidence cenných papírů na těchto majetkových účtech.** Zatímco u účastníků, emitentů a dalších osob úplatnost poskytování služeb plyne z jejich smluvního vztahu s CDCP,¹⁶⁸ v případě nezařazených majetkových účtů, které jsou vedeny na základě zákona, odpověď závisí na vyjasnění povahy evidence. **Proti možnosti zpoplatňovat vedení cenných papírů v nezařazené evidenci lze uvést, že evidenci vedenou CDCP jako nástupcem SCP je nutno pojímat jako veřejnoprávní koncepci vedení evidence, přičemž v zákoně chybí právní titul ke zpoplatnění evidence. Dalším argumentem je oprávněné očekávání.** CDCP musel důvodně předpokládat, že bude muset vést nezařazené účty, stejně tak jako mohli majitelé těchto účtů očekávat, že s převzetím evidence novým subjektem se pro ně základní podmínky vedení majetkového účtu měnit nebudou. Bez zákonné opory nebo smluvního ujednání by pak podle tohoto názoru nebylo možné vedení cenných papírů na majetkových účtech v nezařazené evidenci v CDCP zpoplatňovat.

Jsem však toho názoru, že argumenty pro oprávnění CDCP zpoplatňovat vedení evidence cenných papírů na nezařazených účtech jsou relevantnější. CDCP je akciová společnost obecně upravená obchodním zákoníkem. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu na činnost centrálního depozitáře sice stanoví požadavky nad rámec obchodního zákoníku a zatížil jej veřejnoprávní regulací, **není však důvod se domnívat, že by cokoli z toho něco měnilo na charakteru společnosti jakožto podnikatele, který provozuje svou činnost za účelem dosažení zisku. Ustanovení § 202a ani jiné ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu v souvislosti s rozsahem služeb poskytovaných majitelům nezařazených účtů možnost zpoplatňování evidence cenných papírů na nezařazených účtech nelimituje. Argumentem nemůže být ani monopolní postavení CDCP, protože to nezakládá povinnost monopolisty poskytovat své služby bezúplatně. Oprávněné**

¹⁶⁸ Vedení evidence cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu je zpoplatňováno podle jejich tržní hodnoty, vedené evidence ostatních cenných papírů dle jejich nominální hodnoty.

očekávání lze nalézt i zde: jelikož zákonodárce koncipoval nezařazenou evidenci pouze jako dočasnou, mohl naopak CDCP předpokládat, že v brzké době dojde ke standardizaci poměrů a všechny účty budou vedeny v zařazené evidenci, jejíž zpoplatnění je vnímáno jako bezrozporné. Hodlal-li zákonodárce ponechat vedení cenných papírů v nezařazené evidenci bezúplatné, měl tak stanovit zákonem a centrálnímu depozitáři poskytnout odpovídající kompenzaci. **Majiteli nezařazeného účtu je poskytována služba již samotným vedením evidence cenných papírů v nezařazené evidenci, lze tedy předpokládat, že dochází z jejich strany k bezdůvodnému obohacení.** Nedomnívám se také, že je žádoucí, aby vedení evidence na nezařazených účtech nebylo zpoplatňováno, zatímco na účtech vedených účastníky ano, neboť by to mohlo být chápáno jak diskriminační. Služba vedení evidence je totiž totožná; liší se sice rozsah poskytovaných služeb, ty jsou však zpoplatněny zvlášť. **Důsledkem nežádoucí dichotomie by mohlo být zvýšení poplatků za služby emitentům a majitelům účtů v nezařazené evidenci, kterými by CDCP kompenzovalo výpadky příjmů od majitelů nezařazených účtů, což by mohlo být považováno za zneužití dominantního postavení CDCP.**¹⁶⁹

Na základě výše uvedeného jsem proto toho názoru, že zpoplatnit vedení cenných papírů na nezařazených účtech je možné. Nezařazená evidence je navíc využívána i některými významnými vlastníky emisí, kteří cenné papíry drží pouze za účelem výkonu práv s cennými papíry spojenými, a setrváním v nezařazené evidenci se vyhnou úhradě poplatků za vedení evidence, když v SCP vedení evidence na jejich majetkových účtech v takovém rozsahu zpoplatňováno bylo. S tímto příjmem přitom kalkuloval CDCP při tvorbě obchodního plánu a ekonomické kalkulaci při rozhodování o podání žádosti o povolení k činnosti centrálního depozitáře. Významnější tržby SCP, a tudíž

¹⁶⁹ Viz rozhodnutí Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže ze dne 12. března 2002, č. j. S1/02-687/02-VOI ve věci principiálně shodného rozlišování různých skupin majitelů účtů, resp. uživatelů služeb, pro účely určování rozdílné výše poplatků v SCP. Ze struktury výnosů vyplývalo, že SCP účtovalo poplatky za vedení účtu pouze asi 0,1 až 0,2 procentu zákazníků, kteří tak hradili celkové náklady na poskytování této služby ostatním majitelům účtů. SCP navíc poskytovalo služby zdarma státním orgánům a takto vzniklé náklady zahrnovalo do cen služeb hrazených ostatními klienty.

předpokládané tržby CDCP, navíc byly na základě znaleckého posudku, který z nich vycházel, součástí ceny za evidenci Střediska cenných papírů, kterou CDCP od státu kupoval. **Nabízí se potom otázka nároku CDCP vůči státu za takto způsobenou škodu v případě, že by zpoplatnění evidence cenných papírů na nezařazených účtech bylo shledáno soudem za nezákonné.**

3.6.2 Zápisy do evidence investičních nástrojů a jejich účinky

Evidence zaknihovaných cenných papírů nahrazujících cenné papíry je zčásti z povahy věci evidencí s konstitutivními účinky zápisu, na rozdíl od evidence ostatních investičních nástrojů, která je evidencí o těchto nástrojích, tedy evidencí deklaratorní povahy. Zákon proto oba typy zápisů rozlišuje a stanoví pro ně odlišná pravidla. Stanovena jsou pouze společná pravidla pro případy převodu, ke kterému dochází v souvislosti s obchodováním na kapitálovém trhu: obstaral-li převod investičního nástroje obchodník s cennými papíry, dává příkaz k zápisu změny vlastníka tento obchodník, došlo-li k převodu na regulovaném trhu, dává příkaz k zápisu změny vlastníka organizátor regulovaného trhu nebo provozovatel vypořádacího systému.

3.6.2.1 Zápisy do evidence zaknihovaných cenných papírů

Zaknihovaný cenný papír **nemůže být připsán ve prospěch majetkového účtu dříve, než dojde k jeho registraci v evidenci emise**, v rozsahu určeném zákonem a v souladu se smlouvou uzavřenou s emitentem cenných papírů. **K vydání cenných papírů ovšem ještě v tomto okamžiku nedochází. Vyplývá to z povahy evidence emise, která je evidencí pomocného charakteru** obsahující údaje o emitentovi a údaje o emisi, ale není majetkovým účtem evidujícím údaje o vlastnících jednotlivých cenných papírů (srov. § 94 odst. 1 a 9 zákona o podnikání na kapitálovém trhu). Emitent poté předá centrálnímu depozitáři seznam majetkových účtů upisovatelů zřízených některým

z účastníků a příkaz k vypořádání primární emise.¹⁷⁰ V den, který určí emitent, pak jsou na tyto majetkové účty nově vydané cenné papíry připsány. V případě dvoustupňové evidence dochází k vydání cenného papíru jeho připsáním na majetkový účet, je však otázkou, zda na účet zákazníka nebo na účet vlastníka. **Je-li účet vlastníka veden přímo v centrální evidenci nebo samostatné evidenci, nelze dojít k jinému závěru, než že zaknihovaný cenný papír je vydán okamžikem provedení odpovídajícího zápisu na tomto účtu.** Ne zcela jednoznačná může být odpověď v případě víceúrovňové evidence. Domnívám se, že v případě, že je účet vlastníka veden v evidenci navazující na centrální evidenci nebo v evidenci navazující na samostatnou evidenci, je nutno postupovat analogicky podle pravidel zakotvených v § 96 zákona o podnikání na kapitálovém trhu a zaknihovaný cenný papír je vydán již okamžikem provedení odpovídajícího zápisu na účtu zákazníků, který tak má konstitutivní charakter.

Poněvadž je zaknihovaný cenný papír představován pouze zápisem v evidenci cenných papírů, nemůže dojít k jeho tradici nabyvateli, jak je tomu u listinného cenného papíru. K převodu vlastnictví zaknihovaného cenného papíru¹⁷¹ proto dochází již zápisem na majetkový účet. **Je-li účet vlastníka veden přímo v centrální evidenci nebo samostatné evidenci, je i v tomto případě nepochybné, že dochází k účinku převodu zaknihovaného cenného papíru provedením odpovídajícího zápisu na tomto účtu. Totéž ale samozřejmě platí i o účincích převodu mezi různými účty vlastníků vedených jedním majitelem účtu zákazníků.** V případě, kdy je účet vlastníka veden v některé z navazujících evidencí a jedná-li se o převod mezi účty vedené různými účty zákazníků, dochází podle § 96 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu k převodu zaknihovaného cenného papíru okamžikem zápisu převodu na účtu zákazníků. Jeho majitel je povinen převod vyznačit i na účtu vlastníka nabyvatele – neprodleně, nejpozději do závěrky dne, a to k okamžiku zápisu na účtu zákazníků. **Účinky**

¹⁷⁰ Na tzv. nezařazené účty nelze cenné papíry s ohledem na § 202a zákona o podnikání na kapitálovém trhu připisovat.

¹⁷¹ Převod zaknihovaných cenných papírů je upraven § 96 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

převodu zaknihovaného cenného papíru tedy nastávají zápisem změny vlastníka v prvním stupni evidence. Je-li cenný papír veden i v evidenci navazující, zapíše se na tento účet změna vlastníka zpětně, k okamžiku zápisu na účet zákazníků. Na účtu zákazníků jsou totiž evidovány ty zaknihované cenné papíry, které majitel tohoto účtu převzal od jejich vlastníků na základě smlouvy o úschově, příp. jiného odpovídajícího smluvního ujednání. Jejich připsáním na účet zákazníků se tak dostávají do sféry vlivu majitele účtu vlastníka a již v tomto okamžiku musí být považovány za jeho majetek. Již v podmínkách evidence vedené SCP judikoval Nejvyšší soud, že kupuje-li komisionář zaknihované cenné papíry svým jménem na účet komitenta, nabývá vlastnické právo k cenným papírům komitent registrací převodu ve prospěch účtu komisionáře v SCP (rozhodnutí ze dne 24. června 2009, sp. zn. 29 Cdo 3197/2008). Jednalo se sice o jednostupňovou evidenci, nicméně podstata věci zůstává totožná. Na účtu vlastníka je nabytí cenných papírů vyznačeno zpětně, k okamžiku zápisu na účet zákazníků, nejpozději do závěrky téhož dne. Právě proto, že se změna projevuje na vlastnickém účtu až se zpožděním, stanoví se v souvislosti v legitimační funkci výpisu z majetkového účtu, že se tento vyhotovuje k závěrce dne. Konstitutivní povahu má tedy podle zákona (a dle mého názoru totéž vyplývá i logiky věci) zápis na účet zákazníků. **Nedomnívám se, proto, že je správný závěr autorů komentáře k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu, podle nichž dochází k účinku převodu až zápisem na účet vlastníka.**¹⁷²

Zákon dále stanoví na ochranu „nabyvatele“ cenného papíru v tom smyslu, že byl-li v dobré víře (a ta se v pochybnostech předpokládá), stává se ten, na koho je zaknihovaný cenný papír převáděn, vlastníkem tohoto cenného papíru i tehdy, jestliže převodce neměl právo zaknihovaný cenný papír převést. S ohledem na prokazování vlastnictví zaknihovaných cenných papírů ve vztahu k emitentovi těchto cenných papírů stanoví § 95 zákona o podnikání na kapitálovém trhu pravidlo, že rozhodující údaje pro uplatnění práv

¹⁷² HUSTÁK, Zdeněk. a kol.: Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. 1. vyd. Praha : C.H. Beck, 2012.

spojených se zaknihovaným cenným papírem¹⁷³ jsou údaje zapsané na účtu vlastníka k závěrce dne.¹⁷⁴ Bude-li tedy rozpor v osobě vlastníka daného zaknihovaného cenného papíru evidované na účtu zákazníka a na účtu vlastníka, bude mít pro účely uplatnění práva z tohoto cenného papíru přednost zápis na účtu vlastníka. Zde je důležité mít na paměti pravidlo § 96 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, že zápis převodu se na účtu vlastníka zapíše do závěrky dne. **Byť se tedy může zdát, že § 95 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu je nekonzistentní s § 96 odst. 1 téhož zákona stanovícím účinek převodu k okamžiku zápisu na účtu zákazníků¹⁷⁵, není tomu tak. Je-li totiž evidence vedena v souladu se zákonem, bude vždy převod zaknihovaného cenného papíru zapsán na účtu vlastníka k závěrce dne a je tudíž logické, že zákon pokládá výpis z účtu vlastníka (resp. údaje z účtu vlastníka) za rozhodující pro uplatnění práv z cenného papíru, neboť je nepochybné, že tato osoba je vlastníkem daného zaknihovaného cenných papírů. Problematickým se může jevit¹⁷⁶ pravidlo § 99 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu ve spojení s § 95 odst. 1 odkazující dále na § 99 odst. 3, podle něhož jestliže se údaje na výpisu z evidence emise liší od údajů na výpisu z majetkového účtu vlastníka, za rozhodující údaje se považují údaje na výpisu z evidence emise. Evidence emise je totiž primárně evidencí o emitentovi a jím vydaných cenných papírech jako celku. Teprve na základě žádosti emitenta (příp. jiných osob) o výpis z evidence emise, zjišťuje centrální depozitář vlastníky cenných papírů dané emise k závěrce dne, ke kterému je výpis požadován, a to jednak z účtů vlastníků vedených přímo v centrální evidenci a dále od osob vedoucích navazující evidenci, kteří mají ze zákona údaje o vlastnících**

¹⁷³ Zákon používá nesprávného pojmu *investiční nástroj*.

¹⁷⁴ Ta je stanovena příslušnými pravidly dané evidence: provozním řádem centrálního depozitáře, vyhláškou č. 58/2006 Sb. v případě samostatné evidence nebo provozním řádem České národní banky.

¹⁷⁵ K tomuto závěru dochází např. prof. Dědič in DĚDIČ, Jan. Zaknihované cenné papíry v současném českém právu. Aplikované právo. 2006. č. 1. s. 27-55.

¹⁷⁶ Např. DĚDIČ, Jan. Zaknihované cenné papíry v současném českém právu. Aplikované právo. 2006. č. 1. s. 27-55.; • DĚDIČ, Jan, ČECH Petr. Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci. Právní zpravodaj. 2004. č. 6. str. 1–7.

poskytnout. Údaje o vlastních cenných papírech na výpisu z majetkového účtu tak budou ve standardních případech shodné s údaji na výpisu z evidence emise. Uvedené pravidlo o přednosti tedy bude aplikovatelné nejspíše pouze na řešení rozporu v obecných údajích o emitentovi nebo o cenném papíru a v krajních případech podvodného jednání majitele účtu zákazníků, který by majitelům účtů vlastníků předával výpisy z majetkového účtu s nepravdivými údaji. A právě proto je žádoucí, aby měly údaje na výpisu z evidence emise přednost před údaji na majetkových účtech.

Účinky smluvního zástavního práva naproti tomu vznikají až při zápisu k tíži účtu vlastníka (§ 42 zákona o cenných papírech). To vyplývá z podstaty víceúrovňové evidence cenných papírů – zástavní právo nelze zapsat na účet zákazníků, kde jsou souborně evidovány všechny zaknihované cenné papíry zákazníků majitele tohoto účtu.

Výše uvedené samozřejmě stejně tak platí i pro evidenci zaknihovaných cenných papírů vedenou v samostatné evidence podle § 91 zákona o podnikání na kapitálovém trhu nebo podle § 35 zákona o rozpočtových pravidlech.

3.6.2.2 Evidence jiných investičních nástrojů

U evidence jiných investičních nástrojů, která je evidencí (i) již vydaných listinných cenných papírů, (ii) derivátových nástrojů, v jejichž případě o vydání nelze hovořit, nebo (iii) zahraničních zaknihovaných cenných papírů, u nichž podmínky vydání stanoví zahraniční právní úprava, zákon logicky žádná specifická pravidla nemůže obsahovat. Zápis o převodu těchto investičních nástrojů do evidence investičních nástrojů se provede na základě příkazu oprávněné osoby, neprodleně po jeho přijetí, za předpokladu, že oprávněná osoba nestanoví pozdější okamžik zápisu.¹⁷⁷ **Jelikož se jedná o zápis**

¹⁷⁷ Viz § 95 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

o převodu, nikoli o zápis převodu, nestanoví zákon pravidla pro účinky převodu, neboť k těm dochází na základě jiných právních úkonů. Stanovena jsou pouze pravidla pro případy převodu, ke kterému dochází v souvislosti s obchodováním na kapitálovém trhu: obstaral-li převod investičního nástroje obchodník s cennými papíry, dává příkaz k zápisu změny vlastníka tento obchodník, došlo-li k převodu na regulovaném trhu, dává příkaz k zápisu změny vlastníka organizátor regulovaného trhu nebo provozovatel vypořádacího systému.

3.7 KONCEPT NOMINEE ÚČTŮ

V zahraničních systémech víceúrovňových evidencí bývá nejsložitější otázka držby cenných papírů. Obvykle se rozlišují tři základní principy a jejich modifikace: (i) systém nepřímé držby, kdy dochází k přechodu vlastnického práva k cenným papírům na majitele nominee účtu, (ii) systém přímé držby, při kterém jsou v centrální evidenci evidováni koncoví investoři, kteří jsou v přímém právním vztahu k centrální evidenci i přesto, že cenný papír drží přes několik zprostředkovatelů, (iii) transparentní systém, kdy jsou koncoví investoři držící cenné papíry přes systém zprostředkovatelů evidováni v centrální evidenci, ale nejsou k ní v přímém právním vztahu. Koncept nominee účtu zjednodušuje správu cenných papírů a umožňuje jednodušší a levnější vypořádání obchodů s cennými papíry.

Principem víceúrovňové evidence je na většině vyspělých kapitálových trzích koncept nominee účtů, označovaný také jako nepřímá držba cenných papírů. Jeho jednotný model však neexistuje a právní úprava řešící nepřímé držení cenných papírů se liší stát od státu, což plyne i z různého chápání povahy cenných papírů a práv k nim. **Společným východiskem koncepce nominee účtu však je, že rozlišuje mezi právním vlastnictvím (legal ownership) a ekonomickým vlastnictvím (beneficial ownership). Koncový investor drží cenný papír prostřednictvím řetězce zprostředkovatelů, na jehož konci je centrální evidence nebo centrální registr.** Jedná-li se o model, kdy jsou cenné papíry zaevidovány na účtech v centrálním depozitáři jakožto nejvyšším stupni evidence,

vystupuje tento jako jejich vlastník vůči emitentovi majitel účtu v prvním stupni (obvykle účet zákazníků). Možný je však i model, kdy centrální registr (obvykle centrální depozitář nebo custodian) poskytuje pouze službu registrace a cenné papíry jsou prvotně uloženy u emitenta. Osoba vedoucí tento registr pak vystupuje vůči emitentovi jako jediný vlastník těchto cenných papírů. V centrální evidenci emise je pak na majetkových účtech (omnibus account) jednotlivých custodianů (zprostředkovatelů) vedena souhrnná evidence cenných papírů svěřených jim jejich zákazníky. Custodiani vedou analytickou evidenci cenných papírů svých zákazníků a jejich zákazníci zase vedou analytickou evidenci svých zákazníků až ke koncovému investorovi. **U nominee účtů tedy nejde pouze o převzetí a správu cenných papírů, ale dochází i k převodu vlastnického práva k cenným papírům na majitele nominee účtu až do centrálního depozitáře, přičemž koncoví investoři nejsou považováni za vlastníky cenných papírů v právním smyslu, ale přísluší jim výkon práv (a povinností) s cenným papírem spojených (securities entitlement, interest in securities), nepověří-li jejich výkonem majitele nominee účtu – pak majitel účtu zákazníků vykonává všechna práva spojená s cenným papírem svým jménem na účet svých klientů. Investor a jednotliví custodiani mají právní vztah pouze k nejbližšímu přímému článku řetězce,¹⁷⁸ přičemž povaha tohoto právního vztahu se posuzuje v různých jurisdikcích různě. Z výše uvedeného vyplývá, že v systému nepřímé držby nedochází v rámci obchodování právnímu převodu samotných cenných papírů, neboť jejich právním vlastníkem je stále centrální depozitář, příp. jiný schovatel. Dochází pouze k převodu nároku investora na podíl na cenných papírech držených centrálním depozitářem.**¹⁷⁹

Ve vztahu k emitentovi pak vystupuje jako právní vlastník cenného papíru majitel účtu v prvním článku řetězce. Je ale povinen informovat své zákazníky o všech

¹⁷⁸ Viz BENJAMIN, Joanna. *Interests in Securities – A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*. Oxford, 2000, str. 427 a násl. ISBN 978-0198269922 nebo ELEK, Štefan. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. *Právní rozhledy*. 2002. č. 8. s. 361 a násl.

¹⁷⁹ ELEK, Štefan. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. *Právní rozhledy*. 2002. č. 8. s. 362 a násl.

skutečnostech spojených s výkonem práv z jejich cenných papírů a je vázán jejich instrukcemi. Účast na valné hromadě mohou vykonávat osoby, které jsou uvedené ve výpisu z evidence emise vedené v centrální evidenci. Je-li jím custodian, zašle svému bezprostřednímu zákazníkovi informaci o konání valné hromady a pokud jeho zákazník bude mít zájem uplatnit svá hlasovací práva, zašle custodianovi instrukce k hlasování. Tyto informace se předávají postupně celým řetězcem zprostředkovatelů od majitele účtu první úrovně až k investorovi, a posléze zpět k majiteli účtu první úrovně. To se samozřejmě obdobně týká instrukcí k uplatnění jakéhokoli jiného práva z cenného papíru.

Převod vlastnického práva na osobu vedoucí majetkový účet ve vyšším stupni, má obrovský význam z hlediska mezinárodního práva soukromého. Při zprostředkovaném držení cenných papírů totiž obvykle dochází k přesahům do zahraničí, a to i přes několik právních řádů. Příkladem může být běžný model, kdy vede britský custodian na svém účtu cenné papíry pro svého zákazníka, přičemž sám má majetkový účet vedený u belgického custodiana, a ten u německého centrálního depozitáře. **V takovém případě se podle § 11b zákona o mezinárodním právu soukromém a procesním uplatní kolizní kritérium pro převod zaknihovaného cenného papíru právo státu, v němž je vedena příslušná evidence (tzv. PRIMA, The Place of the Relevant InterMediary Account approach), a to vždy právě na bezprostředně nejbližším stupni.**¹⁸⁰ Umožňuje se i volba jiného práva, avšak pouze za předpokladu, že jde o právo státu, v němž má osoba vedoucí evidenci k okamžiku volby jiného práva sídlo nebo pobočku, a vedení evidence patří mezi obvyklé činnosti této osoby.¹⁸¹

¹⁸⁰ Z pravidla PRIMA vychází i několik evropských předpisů (Směrnice o finalitě vypořádání, Směrnice o dohodách o finančním zajištění, Nařízení č. 1346/2000 o úpadkovém řízení, Směrnice 2001/24/ES o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí) a je spolu s pravidlem o volbě práva, jde-li o právo státu, v němž má osoba vedoucí evidenci k okamžiku volby jiného práva sídlo nebo pobočku, a vedení evidence patří mezi obvyklé činnosti této osoby, základem Haagské úmluvy o právu použitelném na určité nároky ve vztahu k cenným papírům držným přes prostředníka, která však dosud nenabyla platnosti (http://www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.text&cid=72).

¹⁸¹ Zákon stanoví ještě kolizní kritéria pro převod listinných cenných papírů, zástavní právo k cenným papírům a některá další kolizní pravidla.

3.8 CHARAKTER ČESKÉ PRÁVNÍ ÚPRAVY EVIDENCE CENNÝCH PAPÍRŮ

Českou evidenci investičních nástrojů nelze označit za koncept nepřímé držby cenných papírů. Je pojata zjednodušeně, v první řadě jako nástroj registrace investičních nástrojů a změn jejich vlastníků, což je patrné zejména z § 95 odst. 2 nebo § 96 odst. 4 a 5 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Koneckonců v důvodové zprávě se uvádí, že „...zásady navrhované úpravy vcelku odpovídají zásadám, na nichž byla vedena evidence Střediska cenných papírů...“, kde o nepřímé držbě nemohla být řeč. Podstatou nominee konceptu však není vedení evidence cenných papírů, ta naopak vyplývá jako důsledek úschovy. České právo však primárně – a téměř výlučně – upravuje pouze vedení evidence, právní vztahy k evidovaným cenným papírům jsou předmětem úpravy jen nahodile.¹⁸²

Centrální depozitář vystupuje jako registrační místo, rozhodně se nejedná o schovatele všech zaknihovaných cenných papírů, které vede ve své evidenci. Svoji konstrukcí mohou z pojmového hlediska vzdáleně vykazovat znaky nominee konceptu účty zákazníků. Zákon však nerozlišuje právní a ekonomické vlastnictví, resp. z konstrukce domněnek v § 94 odst. 1 a 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu vyplývá, že právní úprava evidencí nesleduje ekonomické, ale pouze právní vlastnictví cenných papírů. Také se výslovně neumožňuje, aby přecházelo vlastnictví k evidovaným cenným papírům na majitele účtu zákazníků, naopak se předpokládá, že vlastnictví na něj nepřechází. Je však představitelné, že by se naplnění podstaty konceptu nominee účtů dalo dosáhnout smluvně.

Princip vedení evidence cenných papírů podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu je tak kombinací principů vedení evidence SCP s některými rysy konceptu nepřímé držby cenných papírů s důrazem na registrační podstatu evidence. Dle mého

¹⁸² Srov. též PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu. Právní rozhledy. 2005. č. 1. s. 23.

názoru se dá říci, že naše právo nepřímé držení cenných papírů nezakazuje a ani ho neupravuje, ale jeho praktické provedení není příliš reálné, už jen z toho důvodu, že české právo nezná institut nároku na cenný papír. S tím mohou být spojeny i potíže ve vztazích k cenným papírům evidovaným v zahraničních systémech nepřímé držby. Klasickým uváděným problémem může být nemožnost zřízení zástavního práva k zahraničním cenným papírům evidovaným v systémech nepřímé držby, neboť na kupujícího těchto cenných papírů nepřechází vlastnické právo k těmto papírům, ale pouze nárok na ně.

Domnívám se proto, že z důvodu přizpůsobení české úpravy kapitálového trhu zahraničnímu standardu, by měla být současná koncepce evidence investičních nástrojů přizpůsobena konceptu nepřímé držby cenných papírů. Legislativní úprava de lege ferenda by tak měla umožnit nepřímou držbu cenných papírů i v České republice. V první řadě by bylo nutné umožnit vícestupňovou evidenci, pro jejíž omezení na dva stupně není v současné době racionální důvod.¹⁸³ Je-li principem konceptu nepřímé držby cenných papírů převod vlastnického práva na vyšší stupeň zprostředkovatelského řetězce, bylo by nutné stanovit předpoklady a podmínky tohoto převodu, právní vymezení fiduciárního vlastnictví cenných papírů centrálním depozitářem a nároku na cenný papír, který náleží beneficiantovi. Nárok spočívá zejména v právu požadovat převedení vlastnického práva k cennému papíru na sebe. Práva a povinnosti spojená s cenným papírem ve vlastnictví majitele nominee účtu by náležela investorovi, který by je mohl vykonávat sám nebo na základě smlouvy pověřit jejich výkonem majitele nominee účtu, což by bylo nutno evidovat na posledním článku řetězce, zřejmě analogicky s dnešním správcem účtu podle § 34 zákona o cenných papírech. Jelikož by se umožnila vícestupňová evidence, **nebyl by důvod – a bylo by i v rozporu s principem vícestupňové evidence – aby byla dále umožněna vyvratitelná domněnka o vlastnictví cenných papírů evidovaných na účtech vlastníka. V případě úpadku**

¹⁸³ Shodně např. ELEK Štefan. Cenné papíry držené skrze prostředníky. Právní rozhledy. 2005. č. 21. s. 775.

na majetek majitele nominee účtu by byly cenné papíry vedené na jeho účtu vyloučeny z konkursní podstaty a vlastnické právo k cenným papírům by muselo okamžikem prohlášení konkursu přejít buď na investora nebo na jiného custodiana (obě možnosti zahraniční právní řády umožňují).

4 CENTRÁLNÍ DEPOZITÁŘ CENNÝCH PAPÍRŮ

Právní úprava postavení a činností centrálního depozitáře je v rámci evropských zemí poměrně nesourodá a je charakteristická kombinací prvků, které postavení a činnost centrálního depozitáře determinují. Právě s ohledem na poměrně velkou diverzitu je těžké nalézt jednotící prvky, neboť jednotlivé charakteristické skupiny se vzájemně prolínají. Koncepčním pilířem je zejména rozsah veřejnoprávního dohledu a vymezení činností centrálního depozitáře, a to jak ve smyslu rozsahu vedení evidence, zda se v depozitáři evidují všechny zaknihované cenné papíry, tak ve smyslu rozsahu dalších činností.

Předmět činnosti centrálního depozitáře je v mnoha zemích omezen podobně jako v České republice (vedení centrální evidence, případně provozování vypořádacího systému a činnosti přímo související), naopak v Dánsku smí centrální depozitář organizovat též regulovaný trh nebo provozovat mnohostranný obchodní systém. **S činností centrálního depozitáře není pojmově spojeno provozování vypořádacího systému, nicméně prakticky ve všech evropských zemích tomu tak je;** příkladem výjimky může být například Švédsko.¹⁸⁴ Centrální depozitář může mít navíc oprávnění poskytovat i další služby, včetně některých služeb bankovních. Tato možnost může vplývat ze zákona nebo z uděleného povolení. **Bankovní licence pro centrální depozitáře je typická pro Francii, Německo a Rakousko. V žádné zemi není více než jeden komerční centrální depozitář** (viz dále). Rozmanitá je také vlastnická struktura evropských centrálních depozitářů. **Lze nalézt jak společnosti čistě soukromé, tak subjekty veřejného práva vlastněné státem.** V Maďarsku má nadpoloviční majetkovou účast stát, centrální depozitář je ale přitom standardní komerční úvěrovou institucí. Významný majetkový podíl má stát v centrálních depozitářích v Maďarsku (53%), Polsku (2/3), na Slovensku (76%) a též v Bulharsku (min. 34%). Zcela v rukou státu je centrální depozitář na Kypru a na Maltě.

¹⁸⁴ General Terms and Conditions: Account Operations and Clearing [online] Stockholm : 2009 [cit. 2012-01-13]. Dostupný z [www: http://www.ncsd.eu/files/General_terms_and_conditions_-_090207.pdf](http://www.ncsd.eu/files/General_terms_and_conditions_-_090207.pdf)

Standardem je udělování povolení a následný dohled ze strany regulátora kapitálového trhu a v některých zemích i dohled ze strany centrální banky (například Itálie, Nizozemí nebo Francie).

4.1 POVOLENÍ K ČINNOSTI CENTRÁLNÍHO DEPOZITÁŘE

Podle § 100 zákona o podnikání na kapitálovém trhu je centrální depozitář právnická osoba, jejímž **hlavním předmětem činnosti** je vedení centrální evidence centrální evidence v České republice, přidělování identifikačního označení investičním nástrojům (ISIN) a provozování vypořádacího systému,¹⁸⁵ a která má k této činnosti povolení České národní banky.¹⁸⁶ Kromě těchto hlavních činností, které centrální depozitář vykonává ze zákona, může též vést samostatnou evidenci investičních nástrojů nebo vykonávat na základě registrace **další podnikatelskou činnost** a Česká národní banka může navíc centrálnímu depozitáři na základě žádosti povolit výkon dalších, **vedlejších činností**.¹⁸⁷ Rozsah

¹⁸⁵ Tím, že je centrální depozitář provozovatelem vypořádacího systému ze zákona, nevyžaduje se k této činnosti povolení, které je pro jiné subjekty podmínkou. Zajímavé je, že z tohoto ustanovení vyplývá, že vypořádací systém provozovaný centrálním depozitářem nemusí být vypořádacím systémem s neodvolatelností vypořádání, tedy vypořádacím systémem s vyšší ochranou proti úpadku ať již jeho nebo jeho účastníků.

¹⁸⁶ O udělení povolení k činnosti centrálního depozitáře se rozhoduje ve správním řízení, které se vede na základě žádosti.

¹⁸⁷ Viz § 103a zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Podle § 100 odst. 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu:

- obstarávat splacení cenných papírů, vracení cenných papírů nebo vyplacení výnosů z cenných papírů,
- zajišťovat pro emitenta a pro své účastníky úschovu a správu investičních nástrojů,
- za účelem vypořádání obchodu s investičními nástroji prostřednictvím svého vypořádacího systému poskytovat svým účastníkům úvěry nebo půjčky, pokud jsou řádně zajištěny, nebo tyto úvěry či půjčky zprostředkovávat,
- poskytovat svým účastníkům půjčky cenných papírů vedených v centrální evidenci cenných papírů, pokud jsou řádně zajištěny, nebo tyto půjčky zprostředkovávat,
- spravovat peněžní prostředky a investiční nástroje složené jako jistota za splnění závazků plynoucích z vypořádávaných obchodů s investičními nástroji,
- zřizovat pro své účastníky účty zákazníků u zahraničních osob s obdobným předmětem činnosti jako má centrální depozitář,

povolení k činnosti centrálního depozitáře lze ve výše uvedeném rozsahu rozšířit, nelze naopak stanovit úžeji než jsou vymezeny hlavní předměty činnosti centrálního depozitáře.¹⁸⁸ **Zákon o podnikání na kapitálovém trhu sice hovoří o *povolení*, avšak jelikož na jeho udělení není ani při splnění zákonných předpokladů právní nárok a rozhodnutí o udělení je věcí správního uvážení České národní banky, nemá dle mého názoru tento správní akt povahu povolení, ale spíše *koncese*.**¹⁸⁹

V licenčním řízení Česká národní banka zkoumá pouze splnění předpokladů pro udělení povolení,¹⁹⁰ a to výlučně na straně žadatele. Nepřihlíží se tak k připravenosti účastníků kapitálového trhu vykonávat svou činnost v podmínkách nastavených nabídkou služeb konkrétního centrálního depozitáře a nezkoumá se připravenost ostatních poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu stát se po zahájení činnosti centrálního depozitáře jeho účastníky a využívat jeho služeb.

Je však diskutabilní, zda je rozsah dokumentů, které je žadatel o povolení k činnosti centrálního depozitáře, povinen podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu a vyhlášky č. 233/2009 Sb. v rámci licenčního řízení předkládat, adekvátní. Je zřejmé, že například dokumenty upravující zajištění fungování a bezpečnosti systému, komunikační napojení, systémy řízení rizik nebo podmínky výkonu činnosti jsou dokumenty, které

-
- provádět zúčtování obchodů realizovaných na komoditních burzách podle zvláštního právního předpisu, který upravuje komoditní burzy, a
 - obstarávat pro své účastníky jiné činnosti související s činností centrálního depozitáře podle tohoto zákona.

¹⁸⁸ CDCP má povolení ke všem vedlejším činnostem krom zprostředkování nebo poskytování půjček a úvěrů ad c).

¹⁸⁹ HENDRYCH Dušan a kol. Správní právo : obecná část. 7. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 215.

¹⁹⁰ Povolení může být uděleno pouze žadateli, který splní požadavky a podmínky stanovené zákonem a vyhláškou č. 233/2009 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky (dále jen „vyhláška č. 233/2009 Sb.“). Žadatel musí zejména prokázat splnění věcných, organizačních a personálních předpokladů pro výkon činnosti, připravenost vést centrální evidenci pro všechny zaknihované cenné papíry včetně dokumentace k této evidenci.

by měly být předmětem posuzování připravenosti žadatele vést centrální evidenci cenných papírů, pochybuji o tom však u návrhu vnitřních předpisů upravujících nakládání s osobními údaji.

4.1.1 Obecné předpoklady a připravenost vést centrální evidenci

V rámci obecných předpokladů pro povolení zákon o podnikání na kapitálovém trhu stanoví požadavky na sídlo žadatele, základní kapitál (včetně požadavku na průhlednost a nezávadnost původu počátečního kapitálu) a účastnické cenné papíry emitované žadatelem.¹⁹¹ Dále se posuzují osoby s kvalifikovanou účastí na žadateli z hlediska vhodnosti řádného a obezřetného vedení centrálního depozitáře a zkoumáno také je, zda úzké propojení žadatele s jinou osobou nebrání účinnému výkonu dohledu.

Neboť právní předpisy nezakazují outsourcing některých činností na třetí osoby, počítá-li žadatel, že některé činnosti bude vykonávat třetí osoba, musí Česká národní banka zejména zkoumat, zda delegace činnosti na třetí osobu nevyklučuje výkon dohledu nad centrálním depozitářem a zda není outsourcingem nepřiměřeno zvýšeno operační riziko činnosti centrálního depozitáře. **Podmínky pro přípustnost outsourcingu obchodníkem**

¹⁹¹ Žadatel musí být akciovou společností se sídlem v České republice, která vydává pouze listinné akcie na jméno nebo zaknihované akcie, mít základní kapitál alespoň 100 000 000 Kč s tím, že emisní kurz akcií musí být splacen alespoň z jedné třetiny peněžitými vklady. Centrální depozitář nesmí vydávat prioritní akcie a převoditelnost jím vydávaných akcií musí být podmíněna souhlasem představenstva centrálního depozitáře. Ustanovení § 104 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu **dříve dokonce stanovilo okruh přípustných akcionářů centrálního depozitáře**, kterými mohly být jen vymezené regulované subjekty nebo osoby veřejného práva. **Tato úprava byla zákonem č. 230/2009 Sb. zrušena. Domnívám se, že oprávněně, neboť v porovnání s ostatními regulovanými subjekty (např. organizátoři regulovaných trhů, provozovatelé vypořádacích systémů, obchodníci s cennými papíry apod.) se mohlo jevit jako příliš limitující, neboť právní úprava jiných regulovaných subjektů žádné takové omezení neobsahuje; omezení proto bylo nesystémové a nevyplývalo ani z žádného evropského předpisu.** Postačující kontrolu nad osobami nabývajících kvalifikovanou účast Česká národní banka uplatňuje prostřednictvím udělování předchozího souhlasu podle § 104a zákona o podnikání na kapitálovém trhu k nabytí kvalifikované účasti na centrálním depozitáři, tak k jejímu zvýšení nebo k ovládnutí centrálního depozitáře.

s cennými papíry podle § 12d zákona o podnikání na kapitálovém trhu by se zřejmě měly použít přiměřeně.¹⁹²

Při posuzování připravenosti vést centrální evidenci v rámci prvního licenčního řízení Česká národní banka musela zkoumat, zda měl žadatel k dispozici informační technologie schopné převzít a dále zpracovávat aktuální data z evidence cenných papírů a rovněž poskytovat výstupy a provádět opravy chyb v historické evidenci vedené Střediskem cenných papírů. Bude-li posuzovat Česká národní banka žádost o povolení v době, kdy centrální evidenci cenných papírů vede jiný centrální depozitář, bude muset zkoumat ve stejném rozsahu připravenost tohoto žadatele převzít evidenci aktivního centrálního depozitáře. **Připravenost by měla být prokazována vlastnictvím příslušného hardwarového a softwarového vybavení, včetně licencí k aplikačnímu softwaru pro převod a zpracování dat v odpovídajícím formátu a testováním relevantního vzorku zkušebních dat, ať již poskytnutých osobou, od níž má být evidence přebírána nebo uměle vytvořených.**

4.1.2 Věcné, organizační a personální předpoklady

Česká národní banka posuzuje návrh provozního řádu, návrhy smluv s účastníky centrálního depozitáře a emitenty cenných papírů, pravidla vypořádacího systému provozovaného centrálním depozitářem a návrhy smluv mezi centrálním depozitářem jako provozovatelem vypořádacího systému a účastníky vypořádacího systému. **Vnitřní předpisy a pravidla poskytování služeb by měly mít odpovídající věcnou a personální působnost, být jednoznačná, v souladu s obecně závaznými právními předpisy, nerozporná a dostatečná, a umožňující předpoklad věcné správnosti přijatých**

¹⁹² U každé činnosti, jejímž výkonem centrální depozitář pověří třetí osobu, musí být splnění veškerých požadavků, které by jinak byly kladeny na centrální depozitář, smluvně zajištěno, včetně práva požadovat veškeré informace a doklady týkající se delegované činnosti a práva vykonávat kontrolu delegovaných činností na místě.

opatření. V této souvislosti by měl být dle mého názoru posuzován i návrh ceníku z hlediska jednoznačnosti a průhlednosti stanovení cen a provázanosti s předloženým obchodním plánem (což ovšem nic nemění na názoru, že samotné stanovení výše cen není předmětem posuzování ze strany České národní banky).

Posuzování věcných předpokladů pro výkon činnosti centrálního depozitáře se zaměřuje na posouzení obchodního plánu a zejména posouzení systému řízení rizik a informačních technologií. Posouzením obchodního plánu se zjišťují předpoklady pro budoucí hospodářskou stabilitu centrálního depozitáře. Výchozí předpoklady obchodního plánu by měly být podloženy z pohledu předcházení rizika vyplývající pro kapitálový trh z případného selhání centrálního depozitáře.

Pokud jde o systém řízení rizik, centrální depozitář musí mít měřeny, sledovány a řízeny všechny druhy a zdroje rizik spojených s vykonávanou činností, včetně rizik spojených s outsourcingem, vznikajících centrálnímu depozitáři a jeho účastníkům a účastníkům jím provozovaného vypořádacího systému. Rizika, kterým je centrální depozitář vystaven by měla být v dostatečné výši kryta zajištěním, pojistnými smlouvami, bankovními zárukami a obdobnými nástroji.

Důležitým aspektem licenčního řízení by měl být přezkum připravenost systému informačních technologií pro vedení centrální evidence a samostatné evidence, provozování vypořádacího systému a poskytování informací z těchto evidencí oprávněným osobám, jehož fungování je pro činnost centrálního depozitáře klíčové. **Operační spolehlivost by měla být posuzována na základě prověření funkčnosti a spolehlivosti na relevantním objemu zkušebních dat a protokolů o výsledcích testů. Na žadateli však nelze požadovat testování systému za účasti budoucích účastníků, emitentů a subjektů tržní infrastruktury.** Předmětem přezkumu je též zabezpečení IT systému. A to jak z hlediska zamezení neoprávněného přístupu k datům, tak z hlediska kontroly nad daty v případě delegace provozu informačních technologií na třetí osobu. S tím souvisí i zabezpečení náhradního provozu informačních systémů a provozu záložní pracoviště,

kteřé samozřejmě nesmí být vystaveno týmž zdrojům ohrožení jako pracoviště provozní. České národní bance dále musí být prokázáno vlastnictví, případně zabezpečení provozu odpovídajícího hardwarového a softwarového vybavení.

Součástí věcných předpokladů pro výkon činnosti je podle vyhlášky i technické a organizační zajištění je též technické a organizační zajištění komunikace s regulovanými trhy, provozovateli vypořádacích systémů, účastníky centrálního depozitáře a osobami vedoucími evidence navazující na centrální evidenci, včetně dokladů o prověření funkčnosti a spolehlivosti systému komunikace. **Spolu se schopnosti žadatele převzít a dále zpracovávat aktuální data z aktuální evidence cenných papírů a schopností poskytovat výstupy a provádět opravy chyb v historické evidenci se jedná o požadavky jejichž prokázání není před zahájením činnosti možné v plném rozsahu.**

Pro činnost centrálního depozitáře je enormně důležité i zajištění adekvátních postupů pro řešení krizových situací. **Považuji proto za nezbytné, aby měl žadatel vypracovány krizové plány pokrývající ohrožení nebo výpadek veškeré techniky, osob nebo pracovišť potřebných pro provoz centrálního depozitáře tak, aby bylo s co nejmenším prodlením možno zajistit plné obnovení provozu centrálního depozitáře, a zejména postupy pro obnovu dat.** Žadatel by samozřejmě měl disponovat adekvátními prostředky potřebnými pro obnovu provozu, krizová opatření by měla být testována a výsledky předloženy České národní bance.

V rámci organizačních a personálních předpokladů by se v licenčním řízení mělo posuzovat, zda žadatel zřizuje odpovídající organizační útvary a stanoví jejich působnost tak, aby byla vytvořena fungující struktura řízení s působností ve vztahu ke všem činnostem, ke které mají být zabezpečovány.¹⁹³ V souvislosti s personálním zajištěním

¹⁹³ Součástí toho je i posouzení, zda počet pracovníků jednotlivých organizačních útvarů není ve zjevném nepoměru k funkční náplni těchto útvarů při předpokládanému rozsahu činnosti centrálního depozitáře. Těžko si však představit, že by předmětem výtek ze strany České národní

činnosti je důležitým aspektem též zabezpečení výkonu funkce vedoucích osoby takovými lidmi, jejichž předpoklady pro výkon funkce odpovídají požadavkům zákona o podnikání na kapitálovém trhu (§ 104b ve spojení s § 10 zákona). V rámci povolení k činnosti centrálního depozitáře se samostatně vedoucí osoby neschvalují, nic to však nemění na důležitosti jejich náležitého posouzení v totožném rozsahu.

4.1.3 K možnosti existence více centrálních depozitářů

V této souvislosti se nabízí otázka možnosti existence více centrálních depozitářů současně. Zákon výslovně neříká, zda Česká národní banka může udělit více povolení k výkonu činnosti centrálního depozitáře nebo zda povolení může být pouze jedno. **Pro variantu více licencí hovoří skutečnost, že pokud chtěl zákonodárce omezit počet centrálních depozitářů, měl tak učinit výslovně.** Centrální depozitář je osobou soukromého práva a v oblasti soukromého práva platí zásada legální licence (čl. 2 odst. 3 Listiny základních práv a svobod) a zásada, že svobodu podnikání lze omezit pouze zákonem (čl. 26 Listiny základních práv a svobod). Pokud tedy zákonodárce výslovně nestanovil, že centrální depozitář může být jen jeden, pak platí, že jich může být více. **V případě udělení více licencí více centrálních depozitářů současně by nicméně muselo být stanoveno, jakým způsobem je zajištěno vedení centrální evidenci všech zaknihovaných cenných papírů vydaných v České republice, jak požaduje zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Nejvhodnější by bylo stanovení, že mají tyto centrální depozitáře povinnost být vzájemně interoperabilní.** Taková praxe standardně funguje v případech, kdy je emise rozdělena mezi více centrálních depozitářů pro účely obchodování na regulovaných trzích v různých zemích. Čistě teoreticky se také nabízí varianta, že by více centrálních depozitářů vedlo každý sám komplexně celou evidenci s tím, že by si vzájemně předávali data od na jejich evidenci navázaných subjektů.

banky mohlo být nadhodnocení předpokládaného počtu pracovníků; nedostatečné zajištění výkonu činnosti by však opodstatnění bezpochyby mělo.

I za předpokladu, že by takový systém byl proveditelný, byl by značně neefektivní, rizikový a velmi nákladný.

Pro variantu pouze jedné přípustné licence hovoří zejména ustanovení § 92 zákona o podnikání na kapitálovém trhu podle něhož centrální depozitář ze zákona vede centrální evidenci cenných papírů vydaných v České republice, kterou se dle zákona rozumí evidence „všech zaknihovaných cenných papírů“ s případnými výjimkami. Pojmy „centrální“ a „všechny“ indikují, že pro dva a více centrálních depozitářů není prostor. Důvodová zpráva k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu k tomu navíc výslovně uvádí, že „z pojetí centrální evidence cenných papírů jako místa, kde jsou evidovány všechny zaknihované cenné papíry vydané v České republice vyplývá, že bude centrální depozitář pouze jeden, jinak by se nejednalo o centrální evidenci“. Není bez zajímavosti, že někteří z tvůrců zákona, kteří jsou autory komentáře k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu, zastávají opačný názor než je uveden v "jejich" důvodové zprávě.¹⁹⁴ Podpůrným argumentem pro existenci jediného centrálního depozitáře je také přidělování mezinárodního identifikačního kódu ISIN investičním nástrojům, které je povinen přidělovat každý centrální depozitář, přičemž z každé země může být členem Asociace národních číslovacích agentur, která přiděluje ISIN podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů, pouze jedna osoba. Existence více centrálních depozitářů by byla bývala problematická v souvislosti s přebíráním evidence Střediska cenných papírů, které byl centrální depozitář povinen převzít, a to včetně archivních dat, jejichž správu musí zabezpečit. V případě existence několika centrálních depozitářů by tento archiv musel převzít a spravovat pouze ten centrální depozitář, který získal licenci jako první a byl by tak oproti ostatním značně znevýhodněn, a to i v dalších obdobích své činnosti.

¹⁹⁴ HUSTÁK, Z. a kol. : Zákon o podnikání na kapitálovém trhu : komentář. 1. vyd. Praha : C.H. Beck, 2012, s. 605. Beckova edice komentované zákony.

Ani v evropských zemích zásadně nemá centrální depozitář ze zákona monopolní postavení a některé právní řády existenci více centrálních depozitářů výslovně předvídají (např. Dánsko), ale předpokládá se, že poskytování jeho služeb bude pro trh efektivní a centrální depozitář si vytvoří výsadní postavení sám; což se ostatně stalo ve všech zemích Evropské unie a v žádné zemi nepůsobí více než jeden komerční centrální depozitář.

Domnívám se, s ohledem na výše uvedené, že ačkoliv zákon výslovně nevylučuje možnost, že by centrálních depozitářů mohlo být více, může na základě platné právní úpravy v České republice z povahy věci vykonávat činnost pouze jeden centrální depozitář.

4.1.4 Sporné otázky kolem ukončení činnosti centrálního depozitáře

Pravidla pro řešení úpadku centrálního depozitáře byla do zákona o podnikání na kapitálovém trhu doplněna novelou provedenou zákonem č. 56/2006 Sb., s účinností od 8. března 2006. V důsledku rozhodnutí o úpadku musí být centrálnímu depozitáři odňato povolení k činnosti,¹⁹⁵ před uvedenou novelou však zákon důsledky takové situace zákon neřešil. Z hlediska systémové významnosti centrálního depozitáře je ovšem **nutné zajistit výkon jeho činnosti do doby, než ji začne vykonávat jiný centrální depozitář, stejně tak jako předání evidencí a související dokumentace jeho nástupci**. Insolvenční správce je proto povinen zajistit výkon činnosti centrálního depozitáře, dokud není zajištěn výkon této činnosti jiným centrálním depozitářem nebo státem a dokud jiný centrální depozitář nebo stát nepřevzme všechny evidence a uchovávané dokumenty.¹⁹⁶ Po odnětí povolení k činnosti centrálního depozitáře je jmenovaný insolvenční správce povinen učinit návrh na uzavření smlouvy o prodeji věcí, práv a jiných majetkových hodnot, které slouží provozování podniku centrálního depozitáře podle § 291 zákona č. 182/2006 Sb., o úpadku

¹⁹⁵ Viz § 145 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

¹⁹⁶ Viz § 107a zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon), ve znění pozdějších předpisů, a to osobě, která má povolení k činnosti centrálního depozitáře. **Jelikož se domnívám, že povolení k činnosti centrálního depozitáře nemůže být uděleno zároveň více subjektům, znamenala by tato konstrukce, že povolení novému centrálnímu depozitáři by muselo být vydáno po odnětí povolení stávajícímu centrálnímu depozitáři.** K době, po kterou by bylo vedeno licenční řízení, které v případě takového subjektu není triviální záležitostí, je třeba zároveň připočítat dobu potřebnou k přípravě celého projektu. Prodleva mezi odnětím povolení stávajícímu a udělením povolení novému centrálnímu depozitáři by mohla být minimálně roční, kdy by činnosti společnosti byla zajišťována insolvenčním správcem, což by dle mého názoru bylo příliš dlouhou dobu trvající provizorium, které by nebylo v souladu se smyslem této úpravy. **Zřejmě pravděpodobnější variantou by proto bylo využití druhé alternativy, kterou zákon nabízí, totiž, že bude návrh na uzavření smlouvy podle § 291 insolvenčního zákona učiněn státem, resp. Ministerstvu financí.**¹⁹⁷ K tomu by došlo i v případě, že by existovala osoba s povolením k činnosti centrálního depozitáře, avšak nedošlo by k uzavření výše uvedené smlouvy do 3 měsíců ode dne, kdy jí byl návrh učiněn.

Ovšem uvedená pravidla se vztahují pouze na odnětí povolení k činnosti v důsledku rozhodnutí o úpadku, zákon tudíž neřeší situaci, kdy bude centrálnímu depozitáři odňato povolení z jiných důvodů a zcela nejasná je situace také v případě, kdy centrální depozitář přestane vykonávat činnost. Ideálním řešením by samozřejmě

¹⁹⁷ Stát musí návrh smlouvy přijmout do 30 dnů od vypracování posudku znalce na ocenění evidencí, přičemž zákon stanoví pravidla pro proces výběru a jmenování znalce a některá další pravidla týkající se jeho činnosti. Byla-li uzavřena smlouva o převodu evidencí se státem, vykonává činnost centrálního depozitáře stát, dokud není zajištěn výkon činnosti jiným centrálním depozitářem a dokud jiný centrální depozitář nepřevzme všechny evidence a dokumenty uchovávané státem podle § 99a zákona o podnikání na kapitálovém trhu. K výkonu činnosti v takovém případě samozřejmě není nutné povolení České národní banky a stejně tak by činnost centrálního depozitáře nepodléhala jejímu dohledu. Stát převede jím vedenou centrální evidenci cenných papírů na osobu, která poté získá povolení k činnosti centrálního depozitáře podle ustanovení § 202 odst. 2 a 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

byl odkaz na obdobné použití § 107a zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Řešeny nejsou speciálně ani otázky související s exekucí na majetek centrálního depozitáře.

Zákon dále zcela pomíjí důsledky úpadku, zrušení nebo změny předmětu podnikání a odnětí povolení osobě vedoucí navazující evidenci, osobě vedoucí samostatnou evidenci a osobě vedoucí evidenci navazující na samostatnou evidenci. V případě těchto subjektů není tak silný zájem na kontinuitě vedení evidence, avšak **je nezbytné, aby uchovávané údaje byly předány jiné osobě tak, aby údaje z evidence byly dohledatelné, včetně historických dat.** Nabízí se zejména jejich předání centrálnímu depozitáři. Z povinnosti insolvenčního správce postupovat při výkonu funkce svědomitě a s odbornou péčí podle § 36 insolvenčního zákona ve spojení § 37 téhož zákona zakotvujícího odpovědnost insolvenčního správce za škodu nebo jinou újmu, kterou způsobil tím, že nepostupoval s odbornou péčí lze zřejmě dovodit, že insolvenční správce bude mít povinnost postupovat tak, aby evidence a související dokumentace byly náležitě předány; tuto problematiku by však bylo vhodné řešit zákonem.

Možnost vstupu centrálního depozitáře do likvidace je s ohledem na jeho význam výrazně kontrolována Českou národní bankou.¹⁹⁸ V tomto případě však zákon nedává možnost převést evidence na stát. Důvodová zpráva k návrhu zákona o podnikání na kapitálovém trhu uvádí, že *"pokud by nastala situace, že nebude existovat osoba, která by chtěla vykonávat činnost centrálního depozitář... musel by zajištění centrální evidence cenných papírů zajistit stát"*. **Zákonem k tomu však nejsou stanoveny podmínky a celý proces by musel probíhat zřejmě analogicky k § 107a zákona o podnikání na kapitálovém trhu, avšak i toto by bylo vhodné de lege ferenda vyjasnit.** S ohledem na spolehlivost

¹⁹⁸ Nabytí účinnosti rozhodnutí valné hromady centrálního depozitáře o jeho zrušení s likvidací je spojeno s nabytím právní moci rozhodnutí České národní banky o odnětí povolení k činnosti centrálního depozitáře, které Česká národní banka odejme na jeho žádost pouze za předpokladu, že je zajištěn výkon všech jeho činností jiným centrálním depozitářem a dojde k úplnému převzetí všech uchovávaných údajů.

a bezpečnost vedení centrální evidence cenných papírů jsou zákonem stanovena některá omezení pro přeměny společnosti, změny předmětu podnikání a dispozice s podnikem.¹⁹⁹

4.1.5 Specifika některých evropských centrálních depozitářů

Jak uvádím v úvodu této kapitoly, právní úprava postavení a činností jednotlivých centrálních depozitářů je v rámci evropských zemí poměrně nesourodá. Pro zajímavost zde uvádím několik příkladů, které jsou v některých rysech specifické a liší se od české právní úpravy.

- Bulharský centrální depozitář, Central Depository AD, má specifickou povahu – je neziskovou akciovou společností, v níž minimálně tři čtvrtiny akcií musí být drženo ministerstvem financí, centrální bankou, komerčními bankami nebo obchodníky s cennými papíry, přičemž vlastnický podíl orgánů státu nesmí klesnout pod 34%. Zástupci ministerstva financí a centrální banky také musí být zastoupeni v představenstvu společnosti.²⁰⁰
- Dánský Securities Trading Act výslovně připouští možnost existence více depozitářů a neukládá jim žádné významné povinnosti oproti standardním akciovým společnostem. Centrální depozitář smí zároveň organizovat regulovaný trh nebo mnohostranný obchodní systém.²⁰¹
- Vlastníkem estonského centrálního depozitáře AS Eesti Väärtpaberikeskus je Tallinn Stock Exchange a obě společnosti jsou součástí skupiny NASDAQ OMX

¹⁹⁹ Změna předmětu podnikání není možná, neboť předmětem podnikání centrálního depozitáře mohou být pouze činnosti uvedené v § 100 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Fúze centrálního depozitáře je možná pouze s provozovatelem vypořádacího systému, což ostatně vyplývá právě z předmětu činnosti centrálního depozitáře, je však nutné povolení České národní banky. S ohledem na spolehlivost a bezpečnost vedení centrální evidence cenných papírů zákon zakazuje též rozdělení centrálního depozitáře, změnu jeho právní formy, a převod jmění na akcionáře.

²⁰⁰ Law on Public Offering of Securities, § 127 a 129 [online]. [cit. 2012-03-31]. Dostupný z [www: <http://www.csd-bg.bg/EN_site/Dokumenti_EN/LPOS.pdf>](http://www.csd-bg.bg/EN_site/Dokumenti_EN/LPOS.pdf).

²⁰¹ Securities Trading Act. [online]. [cit. 2012-03-31]. Dostupný z [www: <http://www.finanstilsynet.dk/en/Regler-og-praksis/Translated-regulations/Acts.aspx>](http://www.finanstilsynet.dk/en/Regler-og-praksis/Translated-regulations/Acts.aspx).

Group, Inc. Povolení k činnosti centrálního depozitáře ale uděluje vláda na návrh ministra financí. Podle zákona stanoví podmínky vedení evidence ministr financí, který také uděluje předchozí souhlas s ceníkem a jeho změnami. Estonský zákon zajišťuje velmi silnou pozici ministra financí ve vztahu k centrálnímu depozitáři.²⁰²

- V Irsku nevykonává činnosti irský centrální depozitář, tuto funkci plní britský Euroclear provozující systém Crest, a legislativně také není činnosti centrálního depozitáře upravena. Podle zákona Uncertificated Securities Regulations z roku 2001 musí být alespoň část emise ve Velké Británii vždy v dematerializované podobě.²⁰³
- Na Kypru je situace specifická v tom, že centrální depozitář je provozován burzou cenných papírů, která je veřejnoprávní korporací. S tím koresponduje i způsob schvalování provozního řádu – vládou i parlamentem.²⁰⁴
- Většinovým vlastníkem (53 %) maďarského centrálního depozitáře Központi Elszámolóház és Értéktár (Budapest) Zrt. (KELER) je maďarská národní banka, zbytek vlastní budapešťská burza cenných papírů. KELER je licencován jako speciální úvěrová instituce.²⁰⁵
- Vlastníky polského centrálního depozitáře Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych jsou rovným dílem Ministerstvo financí, Polská národní banka a Warsaw Stock Exchange (v plánu je privatizace společnosti). Jeden vlastník nebo vlastníci ve skupině nejsou oprávněni vykonávat více než 40% hlasovacích práv.²⁰⁶

²⁰² Estonian Central Register of Securities Act, § 23 a 25. [online]. [cit. 2012-03-31]. Dostupný z [www: <http://www.legaltext.ee/text/en/X30067K5.htm>](http://www.legaltext.ee/text/en/X30067K5.htm).

²⁰³ Uncertificated Securities Regulations 2001 [online]. [cit. 2012-03-31]. Dostupný z [www: <http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2001/3755/part/1/made>](http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2001/3755/part/1/made).

²⁰⁴ Securities and Cyprus Stock Exchange (Central Securities Depository and Central Registry) Law of 1996, čl. 26. [online]. [cit. 2012-03-31]. Dostupný z [www: <http://www.cse.com.cy/en/Legal/Legalindex.asp>](http://www.cse.com.cy/en/Legal/Legalindex.asp).

²⁰⁵ Act on Capital Market, § 350 a násl. [online]. [cit. 2012-03-31]. Dostupný z [www: <http://gss.unicreditgroup.eu/gss/pdf/Hungary/Newsflashes/HU%20Act%20CXX%20of%202001%20on%20the%20Capital%20Market.pdf>](http://gss.unicreditgroup.eu/gss/pdf/Hungary/Newsflashes/HU%20Act%20CXX%20of%202001%20on%20the%20Capital%20Market.pdf).

²⁰⁶ Act on Trading in Financial Instruments, § 46a a násl. [online]. [cit. 2012-03-31]. Dostupný z [www: <http://www.knf.gov.pl/en/Images/ustawa_o_obrocie_aktualizacja_2011_tcm81-26532.pdf>](http://www.knf.gov.pl/en/Images/ustawa_o_obrocie_aktualizacja_2011_tcm81-26532.pdf).

Stoprocentním akcionářem centrálního depozitáře je společnost Burza cenných papírov v Bratislave, a.s., jejímž většinovým vlastníkem (76%) je Fond národního majetku SR.

4.2 EVROPSKÁ LEGISLATIVA UPRAVUJÍCÍ ČINNOST CENTRÁLNÍCH DEPOZITÁŘŮ

Činnost centrálních depozitářů – jako jednoho z mála posledních institutů kapitálového trhu – nebyla prozatím na úrovni Evropské unie harmonizována. Již po přijetí společné evropské měny se ovšem začal projevovat vyšší zájem o přeshraniční investování do cenných papírů, s čímž je nutně spojena i potřeba efektivního fungování souvisejících služeb, tedy vypořádání obchodů a evidence investičních nástrojů.

4.2.1 Původ návrhu

Cílem komunitární úpravy finančních služeb je přispět k vytvoření jednotného trhu investičních služeb a odstranit překážky, které brání volnému pohybu osob, zboží a kapitálu v evropském hospodářském prostoru. Tyto cíle vyplývají již z Římských smluv.²⁰⁷ Důsledkem dlouhou dobu převládajících velkých rozdílů v právních úpravách i faktickém fungování trhu s investičními nástroji v jednotlivých zemích²⁰⁸ stále jsou vyšší náklady na obchodování a jeho neefektivnost, což ve svém důsledku znamená soutěžní nevýhodu evropského trhu, zejména v porovnání s trhem americkým. V roce 2003 identifikovala pracovní skupina pod vedením Alberta Giovanniniho řadu překážek v oblasti vypořádání

²⁰⁷ Zejm. článku 59 Smlouvy o založení Evropského hospodářského společenství z roku 1958, podle něhož "budou v průběhu přechodného období postupně odstraněna omezení volného pohybu služeb uvnitř Společenství pro státní příslušníky členských států, kteří podnikají v jiném státě Společenství, než se nachází příjemce služeb".

²⁰⁸ Zatímco přeshraniční vypořádání akcií je stále v rukou národních centrálních depozitářů, vypořádání přeshraničních obchodů s dluhopisy je koncentrováno ve dvou mezinárodních centrálních depozitářích, Clearstream Banking Luxembourg a Euroclear.

obchodů a evidence cenných papírů (tzv. Giovannini Barriers), na které navazovaly další aktivity Evropské komise směřující k jejich odstranění. Potřeba harmonizovat činnosti vykonávané jak prostřednictvím centrálních depozitářů tak i dalších subjektů spojených s vypořádáním obchodů byla zohledněna i v doporučeních CPSS-IOSCO (2001, 2004) a následně v doporučeních ESCB-CESR (2009).²⁰⁹ Na úrovni samoregulace subjektů poskytujících poobchodní služby byl v roce 2006 formulován Code of conduct for clearing and settlement.²¹⁰

Nejsilnějším impulsem pro evropskou zákonodárnou iniciativu se však stala finanční krize a následná vlna regulatorních opatření. Regulace v této oblasti byla krom propojení mezi centrálními depozitáři a z něho vyplývajícího zvýšeného systémového rizika, odůvodněna obtížemi a nízkou efektivitou přeshraniční komunikace a vyššími poplatky pro investory při přeshraničních investicích.²¹¹ **Především s ohledem na nedostatečné řešení bezpečnosti a efektivnosti vypořádání obchodů s cennými papíry a z toho pramenících**

²⁰⁹ Skupina ESCB-CESR byla založena v říjnu 2001 za účelem užší spolupráce na poli zúčtování a vypořádání obchodů s investičními nástroji a její práce se odvíjela od doporučení Core Principles for Systemically Important Payment Systems vydané CPSS a Recommendations for Securities Settlement Systems vydané IOSCO v roce 2001, a revidovaných v roce 2004. Cílem bylo přizpůsobit tyto doporučení vypořádacím systémům v provozujícím svoji činnost v evropském prostředí a na jejich základě vyvinout jednotné evropské standardy pro centrální depozitáře. Později byly oblasti působnosti standardů zahrnuty i centrální protistrany. V roce sice 2005 byla práce na standardech pozastavena, aby nebylo zasahováno do legislativní pravomoci Evropské komise, pokud by chtěla přijmou legislativní opatření v této oblasti. To se však nestalo a v souvislosti s vydáním Code of conduct for clearing and settlement vzešel signál k obnovení prací s cílem dosažení finanční stability a harmonizaci regulace. V důsledku toho Evropská komise v červenci 2007 podpořila práci Skupiny ESCB-CESR a vyzvala k dokončení standardů. Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the EU (ESCB/CESR, 2009) byly vydány v květnu 2009. Viz též MOLONEY, Niamh. *EC securities regulation*. New York : Oxford University Press, 2002. str. 888 a násl.

²¹⁰ Ten se zabýval zejména cenovou transparentí poskytovaných služeb, přístupem a vzájemným propojením centrálních depozitářů (interoperability) a způsobem stanovení poplatků za jednotlivé poskytované služby. K dodržování pravidel stanovených v Code of conduct for clearing and settlement se zavázaly všechny významné subjekty v Evropě. Viz též MOLONEY, Niamh. *EC securities regulation*. New York : Oxford University Press, 2002. str. 883 a násl.

²¹¹ Deutsche Börse odhadla vícenásledky spojené s bariérami efektivního evropského trhu cenných papírů na 1,7 bilionu €.

překážek fungování vnitřního trhu zapříčiněných rozdílnými vnitrostátními pravidly pro vypořádání a činnost centrálních depozitářů, které provozují vypořádací systémy, proto připravila a dne 13. ledna 2011 vydala Evropská komise návrh Nařízení o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnice 98/26/ES (Nařízení o CSD).

4.2.2 Obsah návrhu a jeho dopady na český kapitálový trh

Návrh nařízení²¹² zavádí soubor společných pravidel týkajících se některých hledisek vypořádacího cyklu a disciplíny a soubor společných obezřetnostních standardů zaměřených na odolnost centrálních depozitářů a přístup k nim.²¹³

Centrální depozitář je návrhem vymezen jako právnická osoba, která provozuje vypořádací systém a poskytuje alespoň jednu další základní službu, kterou může být buď služba prvotní zaevidování cenných papírů (*služba registrace*) nebo vedení účtů cenných papírů na nejvyšší úrovni (*služba centrální evidence*). Návrh tedy stanoví, že jedním ze znaků centrálního depozitáře je provozování vypořádacího systému, což je sice standardní, nicméně obvykle je jako pojmový znak činnosti definována spíše evidenční činnost. Dále bude moci centrální depozitář poskytovat vedlejší služby související s hlavními, které návrh rozlišuje na bankovní a nebankovní.²¹⁴ **Z hlediska zaknihovaných cenných papírů**

²¹² Evropská komise v odůvodnění návrhu uvádí, že „*nebudou-li existovat společná pravidla a požadavky, budou mít pravděpodobně odlišná opatření na úrovni jednotlivých států přímý negativní dopad na bezpečnost, efektivnost a konkurenci na trzích vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii*“. Odůvodňuje tím mj., že legislativní úprava je navržena ve formě nařízení.

²¹³ Jelikož evropské právo dosud neobsahuje kolizní normy pro případy přeshraničního držení a obchodování s investičními nástroji, stanovuje návrh, s cílem zvýšení právní jistoty investorů, pravidla pro určení práva použitelného na aspekty vlastnictví ve vztahu k investičním nástrojům, které depozitář vede na svých účtech. Rozhodným právem má být právo země, v níž je veden příslušný účet, tedy tzv. PRIMA rule, z něhož vychází i zákon o mezinárodním právu soukromém a procesním.

²¹⁴ S ohledem na rozdílné přístupy členských států k fungování a postavení centrálních depozitářů a principy vedení centrální evidenci cenných papírů.

a jejich evidence jsou podstatné zejména tři okruhy navrhované úpravy: stanovení povinného zaknihování pro některé cenné papíry, jednotná licence centrálních depozitářů a související možnost emitentů zvolit si pro zaknihování emise jakýkoli evropský centrální depozitář a kolizní normy.

V rámci harmonizace regulace se, obdobně jako u ostatních subjektů působících na finančním trhu, předpokládá možnost přeshraničního výkonu činnosti.²¹⁵ Centrálnímu depozitáři ze třetí země může být povolen přístup do Evropské unie, pokud bude uznán evropským orgánem dohledu²¹⁶. **Evropská komise tak přichází s revolučním návrhem zrušit omezení, která jsou obvykle kladena národními právními řády na emise cenných papírů.** V řadě členských států, Českou republiku nevyjímaje, platí, že není možno evidovat cenné papíry vydané dle národního práva u jiného než národního centrálního depozitáře. Obvykle je to dáno ustanoveními národního práva, která stanoví požadavky na prvotní zápis cenného papíru do registru. **Návrh naopak zavádí právo emitentů zaevidovat své cenné papíry u jakéhokoli centrálního depozitáře povoleného v Evropské unii, jakož i právo centrálních depozitářů poskytovat služby pro cenné papíry, které byly vydány podle práva jiného členského státu. Návrh tedy směřuje k odstranění monopolního postavení národního centrálního depozitáře a umožnění vedení evidence cenných papírů emitenta i jinými, zahraničními, centrálními depozitáři.** Specifika jednotlivých států jsou respektována tím, že se uznává, že by daným právem nemělo být dotčeno právo společností, podle něhož jsou cenné papíry vydány, tzn. i při vedení evidence emise zahraničním centrálním depozitářem musí být zachován národní právní režim evidovaných cenných papírů. Česká akcie tak zůstane akcií vydanou

²¹⁵ Přeshraniční výkon činnosti centrálního depozitáře lze provádět buď prostřednictvím vzdáleného přístupu, tj. bez zřízení pobočky v rámci svobody poskytování služeb, anebo prostřednictvím zřízení pobočky v hostitelském státě v rámci svobody usazování.

²¹⁶ Což bude možné pouze za předpokladu, že Evropská komise shledá, že právní a dohledový rámec třetí země je rovnocenný s rámcem Evropské unie a že třetí země umožňuje účinné rovnocenné uznání regulačního a dohledového rámce Evropské unie, a pokud bude centrální depozitář podléhat v dané třetí zemi účinnému povolování a dohledu a budou zavedena opatření pro spolupráci mezi Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy a orgány této třetí země.

podle českého práva bez ohledu na to, že bude na centrální úrovni evidována zahraničním centrálním depozitářem. Nové oprávnění by se mělo vztahovat nejen na nové emise, ale i na ty stávající. Emitenti by tudíž měli mít možnost přesunout evidenci své emise do jiného centrálního depozitáře nebo emisi rozdělit mezi více centrálních depozitářů. **Je pravděpodobné, že návrh bude přivítán ze strany emitentů cenných papírů, neboť povede ke konkurenci mezi centrálními depozitáři s možným dopadem na snížení cen za poskytované služby. Zřejmě až čas ukáže, nakolik bude tato úprava funkční. V tomto bodě však může být, dle mého názoru, přijetí jednotné legislativy bez opravdu důkladné analýzy dopadů – která nebyla provedena – riskantní, neboť do hry zásadněji vstupují soukromoprávní úpravy jednotlivých členských států týkající se obchodních závazkových vztahů a korporátního práva, které ale v dotčených oblastech dosud nejsou harmonizovány. V důsledku tohoto opatření se navíc prakticky znemožní získávání informací z evidence orgánům státní správy.**

Dále Evropská komise navrhuje, aby byla **od roku 2020 zavedena povinná evidence všech převoditelných cenných papírů v zaknihované nebo dematerializované podobě**, cestou imobilizace cenných papírů vydáním hromadného cenného papíru. Návrh odpovídá doporučení ESCB-CESR, které vychází z argumentů, že zaknihovaná podoba cenných papírů obvykle omezuje rizika spojená s držením cenných papírů a snižuje náklady na obchodování s cennými papíry, zejm. v oblasti vypořádání obchodů a evidence cenných papírů. Evropská komise i doporučení ESCB-CESR poukazují na skutečnost, že v rámci Evropské unie je zaknihovaná podoba cenných papírů široce rozšířena. **Cenné papíry, které jsou obchodovány v obchodních systémech regulovaných Směrnicí o trzích s investičními nástroji nebo poskytnuty jako finanční kolaterál, by měly být obligatorně evidovány v systému centrálního depozitáře. Domnívám se, že s návrhem na zaknihovanou podobu cenných papírů lze souhlasit v případě cenných papírů,**

kteře jsou přijaty k obchodování na regulovaných trzích,²¹⁷ jelikož tak bude naplněn cíl regulace jímž je zejména zajištění ochrany vypořádání podle Směrnice o finalitě vypořádání, zajištění celistvosti emise a umožnění rekonciliace účtů. Nepovažují však za vhodné stanovovat tuto povinnost u neobchodovaných společností, kde naopak takové opatření postrádá význam a přineslo by společností pouze zvýšené náklady, neboť evidence cenných papírů prostřednictvím centrálního depozitáře je obvykle nákladnější než úschova a správa listinných cenných papírů.

Pokud jde o omezení právního rizika vyplývajícího z přeshraničních transakcí, odkazuje návrh na ustanovení směrnic Směrnice o finalitě vypořádání a Směrnice o finančním kolaterálu,²¹⁸ které obsahují ochranu příslušných práv souvisejících s vypořádáním přeshraničních transakcí.²¹⁹ S tím souvisí také povinnost, aby vypořádací systémy provozované centrálními depozitáři byly vždy vypořádacími systémy s neodvolatelností vypořádání podle Směrnice o finalitě vypořádání a zároveň stanoví, že vypořádací systém může provozovat pouze centrální depozitář. Součástí návrhu jsou též podrobná pravidla pro rekonciliaci a ochranu zákaznického majetku.²²⁰ Lze si jen stěží představit,

²¹⁷ V České republice sice není legislativně takový požadavek formulován, avšak k obchodování na regulovaných trzích s cennými papíry je přijat pouze jeden český cenný papír vydaný v listinné podobě (Spolchemie). Požadavek na zaknihování cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaných obchodních platformách by tedy neměl mít závažné dopady na český kapitálový trh.

²¹⁸ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/47/ES ze dne 6. června 2002 o dohodách o finančním zajištění.

²¹⁹ Jedná se o pravidla ohledně neodvolatelnosti vypořádání, tedy na ochranu proti retroaktivnímu zrušení příkazu účastníka systému z důvodu jeho insolvence a podobných opatření, a zvýhodnění, respektive zjednodušení a upevnění pozice věřitele, v jehož prospěch byla uzavřena smlouva o finančním zajištění.

²²⁰ Centrální depozitář bude muset přijmout takové opatření, aby zajistit integritu emise tak, že nesmí být na majetkových účtech evidováno více cenných papírů, než bylo vydáno, musí zavést nejvhodnější účetní postupy, vést komplexní auditní záznamy a provádět ke konci každého dne rekonciliaci. Centrální depozitář také musí zajistit oddělení vlastních účtů od účtů účastníků. Takové pravidlo zajišťuje, že v případě insolvence účastníka dojde k zablokování pouze jeho cenných papírů a insolvence by tedy neměla mít dopad na majetek zákazníků centrálního depozitáře a jeho účastníků; odpovídá obecným pravidlům ochrany zákaznického majetku, jak jsou vyžadovány i u jiných subjektů působících na finančním trhu.

že by některý evropský centrální depozitář mohl dosud fungovat bez takových základních pravidel, ať již stanovených legislativně nebo fakticky uplatňovaných. Návrh dále stanoví velmi detailní požadavky na organizační a obezřetnostní předpoklady pro činnost, pravidla jednání a systémy řízení rizik centrálních depozitářů. Mezi další pravidla patří též sjednocení vypořádací lhůty na dva dny po dni obchodu s tím, že ale bude povolena i lhůta kratší. Mimo to je na evropský orgán dohledu přenášena řada pravomocí národních dohledových orgánů.

Zejména v těchto pasážích návrh nařízení dle mého názoru překračuje rozumnou míru regulace. Jedná se o velmi podrobná pravidla technického charakteru, přičemž návrh se soustředí zejména na jednoduše formulovatelné povinnosti, jejichž plnění je jednoduše kontrolovatelné, nemají však vliv na naplnění návrhem proklamovaných cílů. Příkladem může být právě stanovení vypořádací lhůty na dva dny po dni uzavření obchodu, které pro trh nemá žádný význam, anebo stanovení povinnosti založit výbor účastníků, jehož názory musí brát vedení centrálního depozitáře při rozhodování v úvahu, anebo o jejich neakceptování informovat orgán dohledu. Často se jedná o požadavky, které by měly vycházet od účastníků trhu, nikoli být regulatorně stanovovány. Evropským orgánem dohledu nad kapitálovým trhem je Evropský orgán pro cenné papíry a trhy,²²¹ jehož pravomoci jsou jednotlivými evropskými legislativními počiny neustále rozšiřovány a posilovány, v poslední době zejména o okruh působnosti pro vydávání závazných technických standardů. Od počátku fungování nového Evropského systému dohledu

²²¹ Evropský orgán pro cenné papíry a trhy vznikl na základě nařízení Evropského parlamentu a rady č. 1095/2010 z 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES, a jak bylo výše řečeno, je součástí Evropského systému orgánů dohledu nad finančním trhem. Evropský orgán pro cenné papíry a trhy sídlí v Paříži a jako právní nástupce Výboru evropských regulátorů cenných papírů, Committee of European Securities Regulators (CESR). Jeho úkolem je poskytovat stanoviska pro instituce Evropské unie, vypracovávat doporučení, stanoviska a návrhy regulačních a prováděcích technických norem, přispívat ke konzistentnímu uplatňování legislativních aktů Evropské unie, zejména předcházením regulatorní arbitráže, sbližováním praxe při výkonu dohledu, rozhodováním sporů mezi dohledovými orgány atd.

nad finančním trhem²²² je zřejmé, že cílem Evropské unie je přenést na evropské dohledové orgány co nejvíce pravomoci dohledových orgánů a neponechat členským státům příliš prostoru pro vlastní normotvorbu a správní uvážení. To se projevuje i v návrhu Nařízení o CSD, který obsahuje velmi podrobná pravidla, která jsou však relativně obecně formulována a mají být posléze rozpracovávána do konkrétnější podoby Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy regulačními a prováděcími technickými normami za účelem stanovení standardních vzorů, postupů nebo formulářů pro zajištění jednotného plnění uvedených povinností. Do jeho pravomoci je navíc svěřováno i čím dál tím více rozhodovacích pravomocí. Evropská komise sice uvádí, že cílem navrhovaného nařízení je vytvořit rovnováhu mezi pravomocemi vnitrostátních orgánů a zájmy ostatních příslušných orgánů, nicméně **návrh Nařízení o CSD je dle mého názoru velmi disproportionální, přesouvá téměř veškeré zásadní pravomoci na Evropský orgán pro cenné papíry a trhy a národní dohledové orgány staví spíše do pozice pozorovatelů a míst předávajících informace z trhů.**

Budoucí legislativní akt Evropské komise bude mít v České republice významný vliv jak na činnost samotného CDCP a systém centrální evidence, tak i na emitenty cenných papírů a částečně též na účastníky CDCP a regulované trhy. Ustanovení § 92 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, podle něhož je centrální evidence evidencí všech českých zaknihovaných cenných papírů, bude muset být novelizováno, což může mít rovněž dopad na chápání centrální evidence cenných papírů jako evidence „centrální“, tedy takové, která obsahuje evidenci všech zaknihovaných cenných papírů. Na druhou stranu tato nová úprava umožní evidenci zahraničních emisí cenných papírů u českého centrálního depozitáře. To ovšem pouze za předpokladu, že bude konkurenceschopný ve srovnání se zahraničními centrálními depozitáři.

²²² Změna systému dohledu byla reakcí na finanční krizi, která vypukla na podzim roku 2008. Základními principech evropského systému dohledu se stal tzv. „makro-dohled“ reprezentovaný nově založenou Evropskou radou pro systémová rizika a tzv. „mikro-dohled“, jehož systém vznikl transformací původních výborů třetí úrovně na tři nové evropské orgány dohledu, které spolu s národními dohledovými orgány tvoří Evropský systém orgánů dohledu nad finančním trhem.

5 K REGULACI A DOHLEDU NAD EVIDENCÍ INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ

Evidence zaknihovaných cenných papírů je soukromoprávní povahy, ovšem s některými přesahy do veřejnoprávní sféry, zejména s ohledem na legitimační funkci výpisu z evidence. **Do hry tedy zásadním způsobem vstupují prvky veřejnoprávní regulace institutu zaknihovaných cenných papírů, a to zejména v úpravě způsobu vedení evidence a jejího institucionálního zajištění.** Z toho pak vyplývá, že se dohled (regulace je samozřejmostí) vztahuje i na evidenci ostatních investičních nástrojů.

V úvodu považuji za nezbytné vymezit rozdíl mezi regulací a dohledem nad finančním trhem. **Regulací se rozumí tvorba a posazování zásad a pravidel,** jimiž se mají subjekty finančního trhu řídit. Stanovení adekvátních legislativních pravidel a trvání na jejich dodržování je základní formou ochrany investorů ze strany státu a zároveň i způsobem posilování důvěry investorů ve finanční trh, která je, jak již bylo několikrát řečeno, pro jeho správné fungování klíčová. **Dohledem je činnost spočívající v kontrole dodržování těchto zásad a pravidel, donucování k jejich dodržování a sankcionování právně nežádoucího stavu.** Cílem dohledu je tedy kontrola dodržování regulatorních právních požadavků všemi účastníky finančního trhu, popřípadě dalšími osobami (povinnosti totiž nejsou sektorovými právními předpisy uloženy pouze účastníkům finančního trhu, ale také třetím osobám).²²³ Zatímco regulace spadá standardně do kompetence příslušných

²²³ K těmto dvěma zavedeným kategoriím přistupuje ještě **dozor** (oversight). Ten je podle článku 105(2) Smlouvy o založení Evropského Společenství a článku 22 Statutu Evropského systému centrálních bank jednou ze základních funkcí Evropského systému centrálních bank. Dozor se vztahuje na platební a vypořádací systémy a je definován jako funkce centrální banky, kde cíle bezpečnosti a efektivity jsou podporovány sledováním existujících a plánovaných systémů, jejich vyhodnocováním podle těchto cílů, a (v případě potřeby) vyvoláním změn. V české legislativě pak byl pojem dozor používán v souvislosti s výkonem dohledu před přijetím zákona č. 57/2006 Sb. V teorii finančního práva se však dohled považuje za specifickou formu správního dozoru, který je vykonáván subjekty odlišnými od státu (BAKEŠ, Milan. Finanční právo. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 52.

ministerstev, tak v oblasti dohledu je **institucionální zajištění** jeho výkonu rozmanitější.²²⁴ V České republice je regulátorem v pravém slova smyslu je ministerstvo financí a dohledem je pověřena Česká národní banka. Ta sice má na starosti sekundární legislativu, tu však může vydávat pouze na základě a v mezích zákona, její regulatorní pravomoc je tedy výrazně limitována primárním regulátorem a proto se o ní jako o regulatorním orgánu nehovoří. V praxi spolu obvykle regulatorní a dohledový orgán při přípravě legislativy úzce spolupracují – a taková situace je také samozřejmě nadmíru žádoucí.²²⁵

5.1 VÝCHODISKA A CÍLE REGULACE A DOHLEDU

Jak bylo řečeno již v úvodu, zcela základním předpokladem vzniku, existence a rozvoje finančního trhu, je vzájemná důvěra mezi jeho účastníky. Potvrzením platnosti tohoto postulátu jsou nepochybně události spojené s probíhající finanční krizí. **Ochrana účastníků je proto základním motivem pro regulaci a dohled nad finančním trhem, neboť z ní vyplývající důvěra účastníků výrazným způsobem ovlivňuje efektivnost alokace kapitálu prostřednictvím finančního trhu, která je primárním smyslem jejich**

²²⁴ Institucionální zajištění dohledu se v jednotlivých zemích markantně liší, a to nejen v konkrétní podobě instituce nebo institucí, které dohled provádí, ale též v jejich povaze, pravomocech, působnosti a mnoha dalších aspektech. Samotný kapitálový trh a tím pádem i jeho regulace a dohled nad jeho fungováním, se vyvíjely odlišně téměř v každé zemi. Rozdíly mezi jednotlivými systémy jsou dány jednak tímto historickým vývojem trhu, ale zároveň též velikostí a strukturou kapitálového trhu, finančního systému i celé země, politickým systémem, tradicí a právní kulturou. Jednotlivé systémy jsou tvořeny celou řadou specifických prvků, které se – byť v detailech – v jednotlivých systémech kvalitativně i kvantitativně liší a jejich kombinace jsou proto nepřehledné.

²²⁵ Nejinak je tomu i v případě České národní banky a ministerstva financí. Ti uzavřeli v květnu 2006 Dohodu o spolupráci při přípravě návrhů vnitrostátních předpisů týkajících se finančního trhu a dalších předpisů, které se dotýkají působnosti stran dohody, která upravuje vztahy mezi oběma subjekty při přípravě návrhů právních předpisů zejména v oblastech, které spadají do jejich působnosti a její strany se *"zavazují postupovat při vzájemné spolupráci v oblasti upravené touto dohodou vstřícně, objektivně, bez zbytečného prodlení a zbytečných formalit"*. [online]. [cit. 2012-03-31]. Dostupný z [www: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Dohoda_o_legislativni_spolupraci_MF_a_CNB_kveten_2006.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Dohoda_o_legislativni_spolupraci_MF_a_CNB_kveten_2006.pdf).

existence.²²⁶

Obecným cílem regulace a dohledu nad finančním trhem je **vytváření dlouhodobé stability a podmínek pro jeho efektivní, transparentní a bezpečné fungování**. Regulace má zajistit **rovné podmínky** na trhu pro všechny jeho účastníky a **omezit a snížit některá rizika**, která jsou s finančním trhem spojena.

Nutnost regulace kapitálového trhu se vyvozuje mj. z ekonomické teorie rozlišující efektivní a neefektivní trhy. To je sice výlučně záležitostí ekonomické teorie, kterou se právnické publikace nezabývají, má však konkrétní a zásadní dopady do oblasti finančního práva. Předpokladem efektivního fungování kapitálového trhu je totiž existence dokonale informovaných účastníků trhu. Ekonomická teorie počítá s efektivními trhy, tedy s tím, že všichni účastníci mají přístup ke všem relevantním informacím, a to ve stejném okamžiku a pokud možno zdarma. Právě na základě takových informací se investoři rozhodují o nákupu a prodeji investičních nástrojů. K dalším předpokladům efektivního trhu patří abstrahování od transakčních nákladů. Teorie počítá s tím, že transakční náklady jsou malé, protože na trhu je velké množství účastníků, kteří neustále obchodují. Z těchto předpokladů vychází většina investičních analýz, zejména technické a fundamentální akciové analýzy a některé investiční teorie, například teorie kapitálového trhu. V praxi se trhy blízké efektivním mohou považovat mezinárodní peněžní trh a likvidní organizované trhy. Pro ty obecně platí, že tržní informace o nich nejsou veřejně přístupné. Důsledné naplnění předpokladů efektivního trhu není nicméně reálné a dokonale efektivní trhy jsou pouze teoretickou konstrukcí. **V praxi je naopak pravidlem informační asymetrie, tedy trhy neefektivní. Zároveň ale není reálné jakýmkoli prostředky asymetrii informací odstranit. Jelikož je však ze zřejmých důvodů přílišná informační asymetrie nežádoucí, je úkolem řádné a efektivní regulace a dohledu stanovit a posléze vynucovat dodržování takových pravidel, aby byla zajištěna**

²²⁶ PAVLÁT, Vladislav a KUBÍČEK, Antonín. Regulace a dozor nad kapitálovými trhy. Vyd. 1. Praha : Vysoká škola finanční a správní, 2004, s.8.

co nejspravedlivější dispozice a šíření relevantních informací ve srozumitelné podobě.

Regulace se též snaží zabránit šíření záporných externalit, což v oblasti finančních trhů znamená situace, **kdy hospodářské problémy jednoho subjektu jsou díky šíření finanční nákazy přenášeny na jiné subjekty, resp. jejich zákazníky.** Příkladem mohou být problémy některých českých obchodníků s cennými papíry v 90. letech a samozřejmě zejména počátky současné finanční krize.

Velmi důležité však je, že regulace zároveň nesmí omezovat samotné fungování tržních mechanismů a volnou hospodářskou soutěž. Ačkoli je **potřeba regulace** v současné době všeobecně uznávána, je jen obtížně určitelná její míra. Koneckonců úhel pohledu na tuto otázku se významně liší v závislosti na tom, v jaké fázi ekonomického cyklu se právě nacházíme. **Hlasy volající po zpřísnění nebo naopak uvolnění regulace finančních trhů korelují s ekonomickým cyklem.** V období konjunktury se prosazují spíše liberální tendence a naopak při prvním vážném skandálu nebo v období recese se regulace zpříšňuje a rozšiřuje (což je právě v současné době velmi dobře patrné). Pokud však jde o krize, žádná opatření nejsou s to zabránit krizím budoucím – vždy totiž vychází z krize předchozí, přičemž jejíž příčiny a průběh nejsou nikdy totožné. Nedostatečná regulace nedokáže plnit své základní cíle, tedy zejména ochranu investora. **Nedostatečně stanovená pravidla a nevyhovující dohled nad jejich dodržováním znamenají vyšší rizika pro všechny účastníky finančních trhů. Ztráty mohou být důsledkem častého selhání smluvních stran obchodů, zneužívání informační asymetrie nebo finanční kriminality.** Ve svém důsledku účastníci z trhů, které nejsou adekvátně regulovány a dohlíženy, odcházejí a dochází k regulatorní arbitráži. Logickým důsledkem je také **ztráta důvěry investorů v daný trh.** Problematické důsledky nedostatečné regulace jsou tedy zřejmé, nicméně ani přeregulace není správná a ve svém důsledku je možná nebezpečnější. **Základním rizikem přeregulace je vyhýbání se regulaci a nebezpečí regulatorních arbitráží.** Účastníci trhu nebudou ochotni příliš přísná pravidla plnit, ale jejich snahou bude naopak jejich obcházení, nejčastěji vytvářením nových, dosud neregulovaných, produktů nebo služeb. Alternativou je přesun podnikání do země s nižší

mírou regulace. **Při rozumné míře a způsobu regulace se účastníkům obcházení pravidel nevyplatí a regulatorní opatření přijmou. Nepochybné je, že regulace i dohled vždy zákonitě zaostávají za inovacemi, tedy za trhem.** Zaměstnanci regulačního ani dohledového orgánu nebo teoretici nikdy nemohou mít praktické zkušenosti, které mají samotní účastníci (i pár měsíců mimo trh už je nedostižnou ztrátou). A ani přeregulace samozřejmě nemůže tento problém vyřešit. **Nezanedbatelným argumentem proti přeregulaci jsou i vyšší náklady na dohled nad jejím dodržováním. Jedná se jak o přímé náklady na samotnou tvorbu regulace a provádění dohledu, ale i o náklady nepřímé, spočívající například v omezení konkurence a tedy i volby spotřebitelů nebo vyšší ceny produktů a služeb.**

5.2 POSTAVENÍ, PŮSOBNOST A PRÁVOMOCI ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY V OBLASTI DOHLEDU NAD VEDENÍM EVIDENCE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ

Postavení České národní banky je zakotveno v čl. 98 Ústavy a konkretizováno zákonem o České národní bance,²²⁷ podle něhož má postavení veřejnoprávního subjektu a jsou jí při výkonu dohledu nad finančním trhem svěřeny kompetence správního úřadu v rozsahu stanoveném zákonem o České národní bance a zvláštními právními předpisy. Vykonává tedy **vrchnostenskou správu v postavení ústředního orgánu státní správy.**

Postavení, působnost a pravomoci České národní banky v oblasti dohledu nad finančním trhem se tedy liší v závislosti na konkrétním segmentu finančního trhu. Zákon o České národní bance stanoví okruh subjektů, nad nimiž v oblasti finančního trhu vykonává dohled a v obecné rovině i působnost, kterou nad nimi vykonává,²²⁸ přičemž i každý sektorový zákon sám upravuje rozsah působnosti České národní banky, subjekty, které jejímu dohledu podléhají, opatření a sankce, které může Česká národní banka uložit a jednotlivé podmínky

²²⁷ BAKEŠ, Milan. Finanční právo. 5., upr. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009, s. 42.

²²⁸ Viz § 44 zákona o České národní bance.

pro jejich ukládání. Zákonem o České národní bance a zvláštními zákony byly České národní bance svěřeny silné pravomoci při licencování, povolování a registraci a dále při kontrole plnění povinností subjektů působících na kapitálovém trhu a podléhajících jejímu dohledu.²²⁹ **Díky roztříštěnosti je právní úprava postavení, působnost a pravomoci České národní banky v oblasti dohledu nad finančním trhem zcela nesystematická, nepřehledná a nekoncepční,²³⁰ stejné instituty jsou upraveny v různých zákonech rozdílně a ani míra regulace povahou a rozsahem činnosti srovnatelných subjektů není proporcionální. Některé oblasti výkonu dohledu jsou upraveny velmi podrobně, jiné pouze okrajově, což může v krajním případě způsobit jejich neaplikovatelnost (například ukládání opatření k nápravě)²³¹. Současná právní úprava by proto měla být nahrazena novou, ucelenou právní úpravou, která bude s to zajistit jednotnou aplikaci dohledových pravidel a institutů.**

Pro oblast evidence investičních nástrojů jsou relevantní právní úpravou zákon o dohledu a zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Obecným korektivem výkonu dohledu nad osobami vedoucími evidenci investičních nástrojů je § 2 zákona o dohledu, podle něhož Česká národní banka posiluje důvěru investorů a emitentů investičních nástrojů v kapitálový trh zejména tím, že přispívá k ochraně investorů a rozvoji kapitálového trhu a podporuje osvětu v této oblasti. **Podle zákona o dohledu musí postupovat Česká národní banka subsidiárně vždy, když neexistuje úprava speciální, která je obsažena ve zvláštních právních předpisech.** Ze vztahu obecnosti a speciality zákona o dohledu a zvláštních právních předpisů vyplývá, že např. v případě vyžadování informací nebo uložení opatření k nápravě, ke kterému je Česká národní banka oprávněna dle zvláštního

²²⁹ BAKEŠ, Milan. Finanční právo. 5., upr. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009, s. 46.

²³⁰ Což je samozřejmě dáno zejména vývojem institucionálního zajištění dohledu, kdy k 1. dubnu 2006 Česká národní banka k jí vykonávanému bankovnímu dohledu převzala veškeré pravomoci a působnost do té doby samostatných orgánů dohledu: Komise pro cenné papíry, Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění a Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami.

²³¹ Shodně též DRASLAR, Martin. Právní prostředky regulace kapitálového trhu. Praha, 2007. Disertační práce. Univerzita Karlova, Právnická fakulta, Katedra finančního práva. Vedoucí práce: Milan Bakeš..

i podle obecného zákona, je třeba upřednostnit postup podle zvláštního právního předpisu.

Právě v okruhu osoby, které podléhají dohledu České národní banky²³² podle § 135 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu se projevují nedostatky současné právní úpravy, když tyto osoby jsou vymezeny širěji než v zákoně o České národní bance. Jsou jimi nejen centrální depozitář, osoba, která vede evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů, osoba, která vede samostatnou evidenci investičních nástrojů a osoba, která vede evidenci navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů, ale **rovněž i osoby, které vykonávají nebo nabízí tuto činnost neoprávněně; tedy bez povolení, licence, registrace nebo souhlasu České národní banky, což je zásadní pro možnost České národní banky ukládat těmto osobám opatření k nápravě a jiná opatření a sankcionovat je za spáchání správních deliktů a přestupků.**

Díky specifickému postavení České národní banky, vydávání cenných papírů, obchodování s investičními nástroji, evidence cenných investičních nástrojů a provozování systému vypořádání obchodů s nimi, prováděné Českou národní bankou, nepodléhá povolení ani výkonu dohledu podle zákona o dohledu ani zákona o podnikání na kapitálovém trhu.²³³ Dohledu nepodléhá ani vedení evidence státních dluhopisů Ministerstvem financí nebo právnickou osobou jím zřízenou podle rozpočtových pravidel.²³⁴

²³² Podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu vykonává Česká národní banka dohled nad dodržováním práv a povinností stanovených tímto zákonem, právními předpisy jej provádějícími, přímo použitelnými předpisy Evropské unie, a podmínek stanovených v rozhodnutí vydaném podle tohoto zákona.

²³³ Viz 93 odst. 5 a § 135 odst. 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

²³⁴ Viz § 35 rozpočtových pravidel.

5.3 KONKRÉTNÍ NÁSTROJE DOHLEDU NAD OSOBAMI VEDOUcíMI EVIDENCI INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ

Zobecněním jednotlivých pravomocí lze dojít k následujícímu vymezení prostředků, které právní předpisy svěřují České národní bance při výkonu dohledu nad osobami vedoucími evidenci investičních nástrojů:

- a) vydávání povolení pro vstup do odvětví a jejich změn
- b) udělování souhlasů
- c) schvalování provozního řádu centrálního depozitáře
- d) shromažďování, zpracovávání a vyhodnocování informací poskytovaných na základě informační povinnosti a monitoringu trhu
- e) výkon dohledu na místě a dohlídek na místě a
- f) ukládání nápravných prostředků.

O některých byla řeč dříve, na tomto místě bych se ráda zmínila pouze o dvou z nich – opatření k nápravě a předběžném opatření. **Opatření k nápravě je totiž další případ nekonzistence sektorových zákonů. Zatímco podle § 9 zákona o dohledu je Česká národní banka oprávněna přijmout opatření k nápravě, jímž uloží osobě podléhající dohledu, aby zjedнала nápravu a může určit, jakým způsobem je tato osoba povinna nedostatek odstranit, a opatření podle tohoto zákona je tedy možno uložit za jakýchkoli okolností** – samozřejmě v intencích požadavků právní vědy na realizaci správního uvážení – **zákon o podnikání na kapitálovém trhu v § 136 odst. 1 stanoví jako podmínku uložení opatření k nápravě porušení tohoto zákona, rozhodnutí vydaného podle tohoto zákona anebo přímo použitelného předpisu Evropské unie v oblasti činnosti na finančních trzích. Zákon navíc uvádí taxativní výčet opatření k nápravě, která mohou být podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu uložena, přičemž jejich konkrétní výběr bude záležet na povaze dohlížené osoby a samozřejmě povaze a závažnosti**

nedostatku, přičemž u centrálního depozitáře připadají z povahy věci v úvahu pouze některá opatření.²³⁵

Významné je dále oprávnění České národní banky ukládat předběžná opatření. To lze učinit jak podle správního řádu, tak i tehdy, jestliže to je třeba k zajištění ochrany práv a právem chráněných zájmů osob, které nejsou účastníky správního řízení, nebo jestliže by byl výkon konečného rozhodnutí zmařen či vážně ohrožen nebo požádá-li o to orgán dohledu jiného členského státu.²³⁶ Předběžným opatřením může Česká národní banka uložit subjektům vedoucím evidence investičních nástrojů, aby neprováděly registrace převodů nebo jednotlivé úkony směřující k převodu investičních nástrojů.²³⁷ Předběžná opatření tak nejsou směřována majiteli prostředků, ale osobám vedoucím jejich evidenci. **Problematické může být, že se uložením předběžného opatření znemožňuje zástavnímu věřiteli realizovat jeho právo, nezamezuje se vyjmutí cenných papírů z úschovy nebo správy a stejně tak není ošetřena výměna cenných papírů při některých speciálních operacích.**

Jsem toho názoru, že i přes některé dílčí nedostatky právní úprava poskytuje České národní bance dostatečné pravomoci a působnost k adekvátnímu dohledu nad kapitálovým trhem, resp. osobami vedoucími evidenci investičních nástrojů. Případné

²³⁵ Uložení povinnosti provést mimořádný audit nebo změnit auditora, zákaz činnost podléhající dohledu, zavedení nucené správy, změna rozsahu povolení, odejmutí povolení nebo souhlasu, výměna vedoucí osoby nebo povinnost uveřejnit povinně uveřejňované informace. Lze nicméně očekávat, že zejména zákaz činnost nebo odejmutí povolení budou s ohledem na specifické postavení a činnost centrálního depozitáře využity pouze v nejkrajnějším případě.

²³⁶ Viz § 11 zákona o dohledu.

²³⁷ Jedná se o povinnost (i) neprovést jakoukoliv registraci převodu cenných papírů z tohoto účtu na jakýkoliv jiný účet téže nebo jiné osoby ani registraci smluvního zástavního práva, (ii) neprovádět jakékoliv úkony směřující k převodu cenných papírů z tohoto účtu na jakýkoliv jiný účet téže nebo jiné osoby ani registraci smluvního zástavního práva, jde-li o účet, na který byly převedeny osobou, vůči níž se přijímají opatření k nápravě nebo sankce, nebo jiným účastníkem řízení, cenné papíry z jejich účtů nebo (iii) neprovádět jakékoliv úkony směřující k převodu cenných papírů v úschově nebo správě na jiného.

problémy by tak byly spíše důsledkem nesprávného způsobu jejich využití a nedostatečné efektivity dohledu.

ZÁVĚR

Specifický proces vydávání a nakládání se zaknihovanými cennými papíry prováděné v elektronické evidenci mimo sféru vlivu majitele těchto cenných papírů, spolu s důkazní silou výpisu z evidence cenných papírů, vyžadují specifickou a podrobnější regulaci samotných zaknihovaných cenných papírů, než je tomu u listinných cenných papírů, což pochopitelně obdobně platí i o evidenci zaknihovaných cenných papírů, která má zčásti konstitutivní povahu, a o jejím institucionálním zajištění.

Jako základní teoretická doktrinální definice cenného papíru se uvádí, že cenný papír je zvláštní forma listiny, ve které je inkorporováno soukromé právo, k jehož výkonu je existence této listiny nezbytná. Listinný cenný papír může být nahrazena zápisem do zákonem stanovené evidence. Zaknihování tedy znamená, že cenný papír vůbec ve fyzické formě neexistuje a *evidence o cenných papírech se mění na evidenci cenných papírů*. Z toho lze pak vyvodit závěr o možném vymezení zaknihovaného cenného papíru jako elektronického záznamu, z něhož vyplývá takové subjektivní majetkové právo, které bez něj nemůže být uplatněno ani převedeno a s jeho zánikem zaniká. Právě s ohledem na odlišnou povahu a odlišné nakládání se zaknihovanými cennými papíry se objevují názory, že se již nejedná o cenné papíry, ale o zcela zvláštní institut, který by měl být i jinak legislativně pojmenován. K tomu došlo například ve švýcarském právu. **Domnívám se však, že za situace, kdy zaknihovaný cenný papír je věcí a nikoli právem, jako je tomu v některých právních řádech, není pro takovou terminologickou distinkci důvod – podoba cenného papíru pouze vyjadřuje hmotnou nebo nehmotnou povahu substrátu, v němž je příslušné právo inkorporováno.** Zaknihovaný cenný papír je tak pouze jiným technickým provedením listinného cenného papíru, což sice determinuje například zmiňované účinky nakládání s cenným papírem nebo způsob prokazování jeho vlastnictví, nicméně nemá vliv na rozsah a obsah práva z cenného papíru, který je v obou případech totožný. Zcela jiná situace však nastane po účinnosti **nového občanského zákoníku, který nově zavádí definici cenného papíru, zcela mění dosavadní pojetí rovnocennosti listinných a zaknihovaných cenných papírů a opouští dosavadní pojetí**

dvojí podoby cenných papírů. Cenným papírem bude pouze listinný cenný papír, zatímco zaknihovaný cenný papír nebude cenným papírem ve smyslu zákona, ale pouze jeho náhražkou. Z nové koncepce pojetí věcí je navíc zřejmé, že jak cenné papíry, tak zaknihované cenné papíry budou bez dalšího věcmi movitými, což v případě zaknihovaných cenných papírů nebylo dosud zcela jednoznačné.

Zákonnou podmínkou zaknihovatelnosti cenných papírů je jejich zastupitelnost. Jako zastupitelné jsou pak definovány cenné papíry stejného druhu vydané stejnou osobou ve stejné formě a stejné podobě, ze kterých vznikají stejná práva. **Uvedený požadavek na stejnou podobu jakožto podmínku zastupitelnosti dle mého názoru není správný a může přinášet v praxi závažné problémy.** V § 114 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu upravujícím přeměnu podoby je navíc výslovně uvedeno, že přeměna podoby není novou emisí. Přeměňované cenné papíry však jinak splňují podmínku zastupitelnosti, neboť se jedná o cenné papíry stejného druhu vydané stejnou osobou ve stejné formě a stejné podobě a vznikají z nich stejná práva. Není-li zároveň přeměna podoby novou emisí, **domnívám se, že není možné, aby ceteris paribus nebyly zaknihované a listinné cenné papíry vzájemně zastupitelné, a tedy aby podoba cenného papíru byla podmínkou jejich zastupitelnosti.** Závěr o zastupitelnosti zaknihovaných a listinných cenných papírů vyplývá též z rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp. zn. 5 Cmo 82/2004. **Vyvozuji proto, že není správný požadavek zákona o podnikání na kapitálovém trhu na stejnou podobu cenných papírů jakožto jednu z podmínek jejich zastupitelnosti a s ohledem na předložené argumenty se domnívám, že je v zákoně uveden nesprávně a je nutno od něj abstrahovat.**

Pokud jde o vymezení zaknihovatelných cenných papírů, **systematickým výkladem je zřejmě nutné dojít k závěru, že zaknihovat nelze jakékoliv cenné papíry, které mohou být zastupitelné, ale pouze ty zastupitelné cenné papíry, které zároveň mají povahu investičních nástrojů;** tedy cenné papíry jejichž společným znakem je jejich obchodovatelnost na kapitálovém trhu, a které jsou vymezené v § 3 odst. 1 písm. a) až c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu a nepojmenované investiční cenné papíry.

Příkladem nepochopení institutu zaknihovaných cenných papírů představuje důvodová zpráva k vyhlášce č. 58/2006 Sb., která dokonce uvažuje o možnosti zaknihování derivátových investičních nástrojů a stanoví, že případné zaknihování jiných investičních nástrojů není vyloučeno, přičemž úprava specifická pro zaknihované investiční nástroje by se na zaknihované deriváty aplikovala analogicky. Ani zákon o podnikání na kapitálovém trhu však nerozlišuje důsledně, že investiční nástroje a cenné papíry jsou dvě skupiny finančních nástrojů, které se v části překrývají, ale nejsou totožné. Kromě výše zmíněného pojmu zaknihovaný investiční nástroj na několika místech hovoří v souvislosti s investiční službou o úschově investičních nástrojů, přičemž institut úschovy se vztahuje pouze na cenné papíry.

V centrální evidenci cenných papírů, která je vedena centrálním depozitářem, musejí být podle dikce zákona evidovány všechny zaknihované cenné papíry vydané v České republice se zákonem stanovenými výjimkami. S tím souvisí **určení právního statusu cenných papírů, což je dle mého názoru v zákoně o cenných papírech řešeno nesprávně, a má to důsledky zejména právě pro rozsah cenných papírů, které musí být obligatorně evidovány v centrálním depozitáři.** Podle ustanovení § 1 odst. 3 zákona o cenných papírech je zahraniční cenný papír cenný papír vydaný v zahraničí, nestanoví-li zvláštní právní předpis jinak. A contrario je tedy tuzemským cenným papírem cenný papír vydaný v České republice. Vydáním cenného papíru se pak podle § 5 odst. 1 zákona o cenných papírech rozumí okamžik, kdy se cenný papír v souladu se zákonem stanoveným způsobem stane majetkem prvního nabyvatele, za předpokladu, že splňuje všechny náležitosti stanovené pro něj zákonem nebo jiným právním předpisem, a odkazuje na devizové předpisy. **To, zda je cenný papír tuzemský nebo zahraniční, by pak bylo určováno tím, zda se jeho prvním nabyvatelem stane tuzemec nebo zahraniční subjekt, což je závěr nepochybně absurdní.** Pro rozlišení všech tuzemských a zahraničních cenných papírů tedy dle mého názoru nelze pouze těchto ustanovení využít. Domnívám se, že pro určení právního statusu je třeba vzít v úvahu rozdíly mezi jednotlivými druhy cenných papírů, jejichž právní status se musí z povahy věci lišit. Jsem proto toho názoru, že určení právního statusu cenných papírů by se mělo

řídít spíše podle pravidel stanovených § 11a zákona o mezinárodním právu soukromém a procesním, nikoli dle § 1 odst. 3 zákona o cenných papírech a výklad § 92 zákona o podnikání na kapitálovém trhu by měl být ve světle výše uvedeného modifikováno v tom smyslu, že obligatorní vedení v centrální evidenci se uplatní nikoli na všechny zknihované cenné papíry vydané v České republice, ale na všechny zaknihované cenné papíry s českým právním statusem.

V teorii i praxi byla po dlouhou dobu nejistá možnost vydávat inominátní cenné papíry. Neexistence výslovného zákazu vydávat nepojmenované cenné papíry (a zejména vypuštění požadavku na prohlášení listiny za cenný papír zvláštním právním předpisem z ustanovení § 1 zákona o cenných papírech) by sama o sobě hovořila pro možnost jejich vydání. Odpůrci takového přístupu ale poukazovali na nutnost vypořádat se ustanoveními § 4 zákona o cenných papírech, podle nichž náležitosti cenných papírů stanoví zákon nebo jiný právní předpis a § 5 téhož zákona, podle něhož je cenný papír vydán dnem, kdy splňuje všechny náležitosti pro něj zákonem nebo jiným právním předpisem stanovené. Ponechání obou ustanovení beze změny po upouštění od původní koncepce taxativního výčtu cenných papírů je však označováno za technické nedopatření s tím, že rozpor mezi ustanoveními zákona je třeba řešit ve prospěch ustanovení speciálního a pozdějšího. **Dle mého názoru zcela logicky dovodila Česká národní banka, že je možné vydat nepojmenovaný cenný papír, přestože obecně závazný právní předpis výslovně nestanoví jeho náležitosti. Právní úprava takového cenného papíru se bude řídit obecnými ustanoveními práva cenných papírů, ve speciálních otázkách analogicky normami upravujícími podobný pojmenovaný cenný papír.**

Způsob vedení evidence zaknihovaných cenných papírů v České republice byl na velmi dlouhou dobu předurčen politicko-ekonomickým kontextem provázejícím pokusy o obnovení co možná nejkomplexnější právní úpravy cenných papírů v rámci přechodu z centrálně plánované ekonomiky na tržní ekonomiku. **Právní úprava jednostupňové evidence cenných papírů oficiálně nepočítala s vedením cenných papírů na jméno jiné osoby, než byl jejich vlastník, a tudíž neumožňovala pružné obhospodařování majetku**

investorů ze strany custodianů. V praxi byly i ve Středisku cenných papírů vedeny kvazi-nominee účty, zejména pro zahraniční investory však byla takový systém velmi netransparentní a nedůvěryhodný. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu tak znamenal poměrně zásadní změnu, když zavedl novou koncepci vedení evidence zaknihovaných cenných papírů centrálním depozitářem cenných papírů umožňující vedení dvoustupňové evidence, institut centrálního depozitáře jakožto osoby vedoucí centrální evidenci všech zaknihovaných cenných papírů, a zároveň provozující vypořádací systém, a v neposlední řadě zavedl právní úpravu evidence o jiných nástrojích než jsou zaknihované cenné papíry.

Hovořit o *evidenci cenných papírů* lze pouze v případě konstitutivní evidence zaknihovaných cenných papírů, které nejsou vydány v listinné podobě, ale existují právě pouze jako zápis v elektronické evidenci, který je nahrazuje. V ostatních případech, kdy se jedná o listinné cenné papíry nebo derivátové nástroje, které nemohou být zaknihovány a evidence tak tyto investiční nástroje nenahrazuje, se jedná o deklaratorní *evidenci o těchto nástrojích*. **Zákonodárce důsledky tohoto rozdílu na jedné straně reflektuje, na druhou stranu používá zavádějícího pojmu *zaknihovaný investiční nástroj*. V souvislosti s investičními nástroji pak hovoří zásadně o jejich vlastnících. Předmětem vlastnického práva však mohou být v tomto smyslu pouze zaknihované cenné papíry. V tomto případě považuji za nutné od této nepřesnosti odhlédnout.**

Evidence investičních nástrojů je zásadně dvoustupňová. Vícetupňová evidence připadá v úvahu pouze v případě, že majitelem účtu zákazníků v druhém stupni je zahraniční osoba, která má odpovídající povolení k poskytování investičních služeb, a její vícetupňovost se projeví pouze při pohledu na evidenci jako celek – na území České republiky je evidence dvoustupňová vždy. **Domnívám se však, že pro takové omezení není žádný důvod a stejně tak, jako byla vícetupňová evidence vedena v podmínkách Střediska cenných papírů, bude vedena i v podmínkách evidence investičních nástrojů podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Jsem tohoto názoru, že by zákonodárce měl v tomto případě reflektovat faktickou podobu evidence investičních nástrojů, vyjít vstříc potřebám trhu a vícetupňovou evidenci právně upravit.**

Právní úprava vychází z principů jednostupňové evidence vedené Střediskem cenných papírů a kombinuje ji s prvky systému tzv. nepřímé držby cenných papírů využívané na vyspělých kapitálových trzích. **Výsledkem tak je nepříliš zdařilá kompilace, která dle mého názoru nepřináší mnoho převratných novinek, byť se díky komplexní změně terminologie může jevit opak.** Velmi zjednodušeně řečeno, zákon o podnikání na kapitálovém trhu reflektoval faktický stav, kdy byly i ve Středisku cenných papírů neoficiálně vedeny zákaznické účty a zavedl koncept nominee účtů, kdy majitel účtu zákazníků není vlastníkem investičních nástrojů na něm evidovaných. Tím však podobnost s nepřímou držbou cenných papírů končí. Podstatou nominee konceptu totiž není vedení evidence cenných papírů, ta naopak vyplývá jako důsledek úschovy. České právo však primárně – a téměř výlučně – **upravuje pouze vedení evidence, právní vztahy k evidovaným cenným papírům jsou předmětem úpravy jen nahodile.** Právní úprava evidencí **nesleduje ekonomické, ale pouze právní vlastnictví cenných papírů.** Také se výslovně **neumožňuje, aby přecházelo vlastnictví k evidovaným cenným papírům na majitele účtu zákazníků,** naopak se předpokládá, že vlastnictví na něj nepřechází. Ve svém důsledku tak **centrální depozitář cenných papírů v českém právu vystupuje pouze jako registrační místo, rozhodně se nejedná o schovatele** všech zaknihovaných cenných papírů, které vede ve své evidenci. I nadále tak **zákon koncipuje evidenci investičních nástrojů v první řadě jako registrační systém, nikoli jako prostředek držby cenných papírů usnadňující obchodování a vypořádání obchodů s investičními nástroji.**

České právo tedy nepřímé držení cenných papírů sice přímo nezakazuje, avšak ani ho neupravuje a jeho praktické provedení není v českých podmínkách příliš reálné. Už jen z toho důvodu, že **české právo nezná institut nároku na cenný papír. S tím mohou být spojeny i potíže ve vztazích k cenným papírům evidovaným v zahraničních systémech nepřímé držby.** Klasickým uváděným problémem je nemožnost zřízení zástavního práva k zahraničním cenným papírům evidovaným v systémech nepřímé držby, neboť na kupujícího těchto cenných papírů nepřechází

vlastnické právo, ale pouze nárok na ně. **Domnívám se proto, že z důvodu přizpůsobení české úpravy kapitálového trhu zahraničnímu standardu, by měla být současná koncepce evidence investičních nástrojů nahrazena systémem nepřímé držby cenných papírů.** Legislativní úprava de lege ferenda by tak měla umožnit koncept vedení nominee účtů i v České republice. **V první řadě by bylo nutné umožnit víceúrovňovou evidenci. Je-li principem konceptu nepřímé držby cenných papírů převod vlastnického práva na vyšší stupeň zprostředkovatelského řetězce, bylo by nutné stanovit předpoklady a podmínky tohoto převodu a právní vymezení fiduciárního vlastnictví cenných papírů a nároku na cenný papír, který náleží beneficiantovi.** Nárok spočívá zejména v právu požadovat převedení vlastnického práva k cennému papíru na sebe. Práva a povinnosti spojená s cenným papírem ve vlastnictví majitele nominee účtu by náležela investorovi, který by je mohl vykonávat sám nebo na základě smlouvy pověřit jejich výkonem majitele nominee účtu, což by bylo nutno evidovat na posledním článku řetězce, zřejmě analogicky s dnešním správcem účtu podle § 34 zákona o cenných papírech. Jelikož by se umožnila víceúrovňová evidence, **nebyl by důvod – a bylo by i v rozporu s principem víceúrovňové evidence – aby byla dále umožněna vyvratitelná domněnka o vlastnictví cenných papírů evidovaných na účtech vlastníka.** V případě úpadku na majetek majitele nominee účtu by byly cenné papíry vedené na jeho účtu **vyloučeny z konkursní podstaty** a vlastnické právo k cenným papírům by muselo okamžikem prohlášení konkursu přejít buď na investora nebo na jiného custodiana (obě možnosti zahraniční právní řády umožňují).

Na druhou stranu, ani přes všechny v textu uvedené připomínky, **nesdílím vysoce negativní pohled některých autorů (zejm. Petr Čech, Jan Dědič nebo Jan Pauly) na analyzovanou právní úpravu. Jimi prezentované obavy se nenaplnily a zatím se nezdá, že by bylo nutno "centrální evidenci cenných papírů v České republice**

***urychleně opustit*".²³⁸** Nutno však přiznat, že je samozřejmě mnohem jednodušší polemizovat s názory, které byly publikovány před mnoha lety, bez možnosti srovnání s aplikační praxí, a **je navíc otázkou, zda se obavy nenaplnily proto, že kritika byla přehnaná, nebo proto, že se účastníci řídí standardními pravidly kapitálového trhu a problematická ustanovení nejsou v praxi aplikována, tak jak koneckonců učinili již za éry Střediska cenných papírů.**

S převzetím evidence zaknihovaných cenných papírů centrálním depozitářem cenných papírů a zmínkách o možném zpoplatnění tzv. nezařazených účtů vyvstaly debaty na téma možnosti derelikce cenných papírů. U listinných cenných papírů je zjevně názor jednotný, u zaknihovaných cenných papírů se objevil názor, že zaknihované cenné papíry nemohou být – na rozdíl od listinných – opuštěny. **Uváděné argumenty proti možnosti opustit zaknihované investiční nástroje však nejsou dle mého názoru zcela přesvědčivé a docházím proto k názoru, že derelikce zaknihovaných cenných papírů možná je.**

Pravidla vedení centrální evidence cenných papírů jsou určena zákonem a provozním řádem centrálního depozitáře cenných papírů, jehož změny musí být oznámeny České národní bance, která může do 10 pracovních dnů zahájit správní řízení o schválení této změny. **Jsem však toho názoru, že platná právní úprava obligatorních náležitostí provozního řádu a procesu jeho schvalování nedává příliš prostoru pro zahájení správního řízení o schválení změny provozního řádu tak, aby případné zamítavé rozhodnutí České národní banky nebylo soudem zrušeno.** Ustanovení § 104 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu totiž neuvádí žádné kvalitativní nároky na náležitosti provozního řádu, pro jejichž nedostatky by Česká národní banka mohla správní řízení zahájit. Případá tudíž v úvahu zřejmě jen využití odkazu na cíle dohledu nad kapitálovým trhem vymezené v § 2 zákona o dohledu, konkrétně ochranu investorů a kapitálového trhu. Judikatura přístup vycházející z účelu zákona sice podporuje, avšak

²³⁸ PELIKÁNOVÁ, Irena, DĚDIČ, Jan, ČECH, Petr. Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu - ostuda české legislativy i vážná hrozba. Právní zpravodaj. 2004. č. 1. s. 11-17.

v tomto případě se domnívám, že při současné aplikaci § 104 odst. 1 a 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu ve spojení s § 2 zákona o dohledu, by rozhodnutí spočívající v neschválení změn provozního řádu, které by nebyly zcela flagrantním porušením právních předpisů, nenalezlo ve správním soudnictví oporu.

Není zcela jednoznačná nutnost a vhodnost schvalování provozního řádu a jeho změn orgánem dohledu. Lze najít několik silných argumentů jak pro nutnost jeho schvalování tak proti ní. Z provedené komparace zahraničních právních úprav a samotných provozních řádů ve všech státech Evropské unie vyplývá, že jednoznačná není situace ani v jiných evropských zemích. Ze států, kde fungují plně soukromé centrální depozitáře, schvaluje provozní řády a jejich změny 12 zemí, 8 jich neschvaluje (s tím, že u třech států nelze spolehlivě nalézt legislativu dostupnou z veřejných zdrojů). Jsem toho názoru, že jsou relevantní spíše argumenty ohledně nutnosti schvalování provozního řádu a schvalování jeho změn ze strany dohledového orgánu. Zejména z toho důvodu, že se jedná o základní podmínky poskytování služeb společnosti, která vede centrální evidenci všech českých zaknihovaných cenných papírů, přičemž se jedná o evidenci konstitutivního charakteru. S ohledem na obligatorní náležitosti provozního řádu se nabízí úvaha, zda je součástí provozního řádu také ceník, a zda i ten podléhá schválení ze strany České národní banky. Z ohledem na uvedené argumenty docházím k závěru, že není v pravomoci České národní banky v rámci schvalování provozního řádu centrálního depozitáře schvalovat také jeho ceník, resp. jakýmkoli způsobem regulovat poskytování cen centrálním depozitářem. Případné excesy při účtování poplatků za služby jsou navíc dostatečně postižitelné podle obecně závazných právních předpisů.

Shledávám nedostatkem platné právní úpravy, že zákon o podnikání na kapitálovém trhu zcela pomíjí důsledky úpadku, zrušení nebo změny předmětu podnikání a odnětí povolení osobě vedoucí navazující evidenci, osobě vedoucí samostatnou evidenci a osobě vedoucí evidenci navazující na samostatnou evidenci. Zatímco u centrálního depozitáře vedoucího evidenci všech českých zaknihovaných cenných papírů je pro určité

situace stanoven postup pro předání evidencí jinému centrálnímu depozitáři, popřípadě je výkonem jeho činnosti pověřen stát, v případě ostatních osob vedoucích evidenci investičních nástrojů z pochopitelných důvodů není tak silný zájem na kontinuitě vedení evidence. Jsem však toho názoru, že je nezbytné, aby uchovávané údaje byly předány jiné osobě tak, aby údaje z evidence byly dohledatelné, včetně historických dat. **Zákon však není důsledný a neřeší ani situaci, kdy bude centrálnímu depozitáři odňato povolení z jiných důvodů, které zákon předpokládá v § 145 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.** Ideálním řešením by samozřejmě byl odkaz na obdobné použití § 107a zákona o podnikání na kapitálovém trhu. **Zcela opomenuty zákonem zůstávají otázky související s exekucí na osoby vedoucí evidenci investičních nástrojů.**

Zatímco některé oblasti kapitálového trhu jsou vystaveny rozsáhlé regulaci na evropské úrovni již dlouhou dobu, oblast vedení evidence cenných papírů a vypořádání obchodů s cennými papíry, které je povětšinou prováděno centrálními depozitáři, dosud zůstala neharmonizovaná. Evropská legislativní smršť zaštiťující se potřebou předejít další finanční krizi, se ovšem nevyhnula centrálním depozitářům. **Návrh Nařízení o CSD přináší některé významné změny, které bude-li návrh přijat, budou mít zásadní dopad na český kapitálový trh. Návrh zejména předpokládá možnost přeshraničního výkonu činnosti centrálních depozitářů a působení tzv. uznaných centrálních depozitářů ze třetích zemí, s čímž souvisí právo emitentů zaevidovat své cenné papíry u jakéhokoli centrálního depozitáře povoleného v Evropské unii, jakož i právo centrálních depozitářů poskytovat služby pro emitenty cenných papírů, které byly vydány podle práva jiného členského státu.** To může být pro český centrální depozitář výzva, příležitost pro získání nových emisí a případnou expanzi do zahraničí. Stejně tak to ale může být **riziko, že zahraniční centrální depozitáře nabídnou českým společnostem lepší podmínky a emise se naopak budou z českého centrálního depozitáře přesouvat do zahraničí, což je i s ohledem na kapitálovou sílu některých velkých zahraničních centrálních depozitářů, dle mého názoru, bohužel pravděpodobnější varianta.** Oblast vedení evidencí navíc naráží na problém diverzifikované soukromoprávní úpravy jednotlivých členských států týkající se obchodních závazkových vztahů a korporátního práva.

Domnívám se, že spolu s nejasností ohledně koncepce kolizních norem může být připravované uvolnění regulace vydávání cenných papírů, bez důkladné analýzy jeho dopadu, poměrně velkým rizikem. Návrh dále stanoví povinnou zaknihovanou podobu cenných papírů a jejich evidenci v systémech centrálního depozitáře u cenných papírů obchodovaných v obchodních systémech regulovaných Směrnicí o trzích s investičními nástroji nebo poskytnutých jako finanční kolaterál, což je požadavek jistě opodstatněný a lze s ním souhlasit. **To se však nedá říci o povinnosti evidovat všechny převoditelné cenné papíry buď v imobilizované nebo zaknihované podobě, tedy opatření, které je pro společnosti vydávající neobchodované cenné papíry nesmírně nákladné a nepřináší žádný přínos proklamovanému účelu této regulace, jímž má být omezení rizik spojených s držením cenných papírů a snižování nákladů na obchodování s cennými papíry.**

Regulace evidence cenných papírů a jejího institucionálního zajištění je zcela nezbytná. **Základem je najít vyváženou míru regulace tak, aby byl zachován poměr mezi ochranou subjektů, udržením konkurenčního prostředí a potřebami dalšího rozvoje kapitálového trhu.** Pokud je regulace příliš přísná hrozí omezení konkurence a přístupu na kapitálový trh. Pokud je naopak mírná, hrozí, že nebude schopna zachovat zdravě fungující trh, což může mít za následek vážné škody, které se promítnou do celého hospodářství a v důsledku přijde o důvěru investorské veřejnosti. Postavení, působnost a pravomoci České národní banky v oblasti dohledu nad finančním trhem se liší v závislosti na konkrétním segmentu finančního trhu. Zákonem o České národní bance a zvláštními zákony byly České národní bance svěřeny silné pravomoci při licencování, povolování a registraci a dále při kontrole plnění povinností subjektů působících na kapitálovém trhu a podléhajících jejímu dohledu. Avšak díky roztržičnosti je právní úprava postavení, působnosti a pravomoci České národní banky v oblasti dohledu nad finančním trhem zcela nesystematická, nepřehledná a nekoncepční, stejné instituty jsou upraveny v různých zákonech rozdílně a ani míra regulace povahou a rozsahem činnosti srovnatelných subjektů není proporcionální. Některé oblasti výkonu dohledu jsou upraveny velmi podrobně, jiné pouze okrajově.

Zastávám proto názor, že současná právní úprava by měla být nahrazena novou, ucelenou právní úpravou, která bude s to zajistit jednotnou aplikaci dohledových pravidel a institutů.

POUŽITÁ LITERATURA

a) Monografie a komentáře

- ATACK, Jeremy a Larry NEAL. *The origins and development of financial markets and institutions: from the seventeenth century to the present*. New York : Cambridge University Press, 2009. ISBN 05-218-9517-0.
- BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5. upr. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-801-6.
- BENJAMIN, Joanna. *Financial law*. Oxford : Oxford University Press, 2007. ISBN 01-992-8293-5.
- BENJAMIN, Joanna. *Interests in Securities – A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*. Oxford, 2000, ISBN 978-0198269922.
- BLAIR, Michael; WALKER, George. *Financial markets and exchanges law*. Oxford : Oxford University Press, 2007. ISBN 978-0-19-928580-8.
- BOBEK, Michal, Petr BŘÍZA a Jan KOMÁREK. *Vnitrostátní aplikace práva Evropské unie*. Praha : C.H.Beck, 2011. ISBN 978-807-4003-776.
- CLAUSSEN, Carsten Peter a Roland ERNE. *Bank- und Börsenrecht für Studium und Praxis*. 3. vyd. München : C.H. Beck, 2003. ISBN 340656660X.
- COLLINS, Patrick S. *Regulation of securities, markets, and transactions: a guide to the new environment*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2011. ISBN 9780470601969.
- DĚDIČ, Jan. *Cenné papíry*. 1. vyd. Praha : Prospektrum, 1994. ISBN 80-854-3198-X.
- DĚDIČ, Jan. *Právo v podnikání: Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. 1. vyd. Praha : Prospektrum, 2000. ISBN 80-717-5084-0.
- DĚDIČ, Jan a ČECH, Petr. *Obchodní právo po vstupu ČR do EU*. Praha : Bova Polygon, 2005. ISBN 80-7273-122-X.
- DĚDIČ, Jan a ŠTENGLOVÁ, Ivana. *Zákon o cenných papírech: komentář*. 1. vyd. Praha : C.H. Beck, 1997. ISBN 34-064-1252-1.

- EDS (KUHN Hans / GRAHAM-SIEGENTHALER, Barbara / THÉVENOZ, Luc). *Federal act on intermediated securities (FISA) and the Hague securities convention (HSC)*. Bern : Stämpfli, 2010. ISBN 37-272-2557-2.
- FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco. *Capital markets: institutions and instruments*. Upper Saddle River : Prentice Hall, 2009. ISBN 978-0-13-715499-9.
- FERRAN, Eilís. *Building an EU securities market*. Cambridge : Cambridge University Press, 2004. ISBN 0-521-84722-2.
- FRÖHLICH, Jan. *O právní povaze bursovních obchodů s cennými papíry podle pražských usancí*. Praha, 1932.
- HENDRYCH Dušan a kol. *Správní právo : obecná část*. 7. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-049-2.
- HUSTÁK, Zdeněk. a kol.: *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. 1. vyd. Praha : C.H. Beck, 2012, s. 1004. ISBN 978-80-7400-433-9.
- KOTÁSEK, Josef a kol. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009. ISBN 978-807-1794-547.
- KRÁL, Richard. *Nariadení ES z pohledu jejich vnitrostátní aplikace a implementace*. Praha : C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-548-8.
- LIŠKA, Václav. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha : Professional Publishing, 2004. ISBN 80-864-1963-0.
- MRKÝVKA, Petr a Ivana PAŘÍZKOVÁ. *Základy finančního práva*. 1. vyd. Brno : Masarykova univerzita, 2008. ISBN 978-80-2104-514-9.
- MOLONEY, Niamh. *EC securities regulation*. New York : Oxford University Press, 2002. ISBN 0-19-826891-2.
- MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. Praha : Ekopress, 2002. ISBN 80-86119-55-6.
- PAULY, Jan. *Komentář Jana Paulyho k zákonu o cenných papírech*. 1. vyd. Praha : Orac, 1998. ISBN 80-861-9902-9.
- PAVLÁT, Vladislav; KUBÍČEK, Antonín. *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*. Praha : VŠFS, 2004. ISBN 80-86754-13-8.

- PAVLÁT, Vladislav a kol. *Kapitálové trhy*. Praha : Professional Publishing, 2005. ISBN 80-86419-87-8.
- PELIKÁNOVÁ, Irena. *Obchodní právo*. 2. přeprac. vyd. Praha : Wolters Kluwer Česká republika, 2010. ISBN 978-807-3575-250.
- PŘIBYL, Zdeněk. *Základy práva cenných papírů*. Díl I. Praha : Nakladatelství V. Kvasnička, 1995. ISBN 80-85255-68-5.
- RADVAN, Michal, KYNCL Libor a MOŽDIÁKOVÁ Michaela. *Právo kapitálového trhu*. 1. vyd. Brno : Masarykova univerzita, 2010. ISBN 978-802-1052-772.
- REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha : Management Press, 2005. ISBN 80-7261-132-1.
- TICHÝ Luboš a kol. *Evropské právo*. Praha : C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-430-9.
- VEDRAL, Josef. *Správní řád*. Komentář. Praha : Bova Polygon, 2012. ISBN 978-80-7273-166-4.
- ŠVESTKA, Jiří a kol. *Občanský zákoník I, II*. 2. vyd. Praha : C. H. Beck 2009. ISBN 978-80-7400-108-6

b) Články

- BRZOBOHATÝ, Tomáš: Povaha cenného papíru jako předmětu soukromoprávního vztahu, *Právní praxe v podnikání*. 1998. č. 7. ASPI LIT8277CZ.
- ČECH, Petr. Akcie ve víru rekodifikace aneb nevtělené, zaknihované a kusové akcie v návrhu zákona o obchodních korporacích. *Obchodněprávní revue*. 2011. č. 10. s. 294-303.
- DĚDIČ, Jan. Dva zákony o cenných papírech. *Obchodní právo*. 1993. č. 1. s. 9 a násl.
- DĚDIČ, Jan. Zaknihované cenné papíry v současném českém právu. *Aplikované právo*. 2006. č. 1. s. 27-55. ISSN 1214-4878.

- DĚDIČ, Jan, ČECH Petr. Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci. Právní zpravodaj. 2004. č. 6. str. 1–7.
- ELEK Štefan. Cenné papíry držené skrze prostředníky. Právní rozhledy. 2005. č. 21. s. 774-782.
- ELEK, Štefan. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. Právní rozhledy. 2002. č. 8. s. 360-367.
- ELEK, Štefan. Právní podstata cenných papírů, Právník 10/2001
- ELEK, Štefan. Vlastnické právo k cenným papírům. Právník. č. 4/2002, s. 436.
- ELEK, Štefan. Výkon rozhodnutí postižením cenných papírů. Právní rozhledy. 1997. ASPI č. LIT13223CZ.
- ELEK, Štefan. Vznik a převod práv spojených s cennými papíry. Právo a podnikání. 2001. č. 3. s. 9.
- HART, Jan, PIHERA, Vlastimil. Nová právní úprava kapitálového trhu. Právní rozhledy. 2004. č. 11. s. 409-419.
- KŘÍŽ, Radim: Úvaha na téma opuštění listinných a zaknihovaných akcií. Právní fórum. 2010. č. 1, ASPI č. LIT34864CZ.
- MUNKOVÁ, Jindřiška. Vývoj práva České republiky po rozdělení ČSFR se zvláštním zřetelem k hospodářskoprávním a obchodněprávním otázkám. Právní rozhledy. 1993. č. 2. s.33. ASPI č. LIT2601CZ.
- PAULY, Jan. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry. Právník. 2005. č. 8. s. 859-892.
- PELIKÁNOVÁ, Irena. Zástavní právo k cennému papíru. Právní zpravodaj. 2010. ASPI č. LIT22868CZ.
- PELIKÁNOVÁ, Irena, DĚDIČ, Jan, ČECH, Petr. Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu - ostuda české legislativy i vážná hrozba. Právní zpravodaj. 2004. č. 1. s. 11-17.
- PIHERA, Vlastimil. K některým aspektům majetkových práv k cenným papírům. Právník. 2004. č. 1. s. 82-91.

- PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu. Právní rozhledy. 2005. č. 1. s. 22-27.
- PILKOVÁ, Jarmila. Právní úprava cenných papírů v návrhu nového občanského zákoníku. Obchodněprávní revue. 2011. č. 8.
- ŠOVAR, Jan. K návrhu euronovely zákona o podnikání na kapitálovém trhu a dalších souvisejících zákonů. Obchodněprávní revue. 2010. č. 6.
- ŠOVAR, Jan. K novým kolizním ustanovením o cenných papírech. Obchodněprávní revue. 2011. č. 7. s. 207-208.
- ŠOVAR, Jan. Věcný statut cenných papírů po poslední novelizaci: výkladové otázky. Obchodněprávní revue. 2011. č. 12. s. 355-357.
- ŠTRASER, Václav. Kdy je cenný papír ještě „domácí“ a kdy už zahraniční [online]. 2007 [cit. 2012-05-30]. Dostupný z WWW: <<http://www.epravo.cz/top/clanky/kdy-je-cennypapir-jeste-domaci-a-kdy-uz-zahranicni-48227.html>>.

c) Zprávy a ostatní dokumenty

- CHAN, Diana [et al.]. The securities custody industry. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2007.
- DRASLAR, Martin. Právní prostředky regulace kapitálového trhu. Praha, 2007. Disertační práce. Univerzita Karlova, Právnická fakulta, Katedra finančního práva. Vedoucí práce: Milan Bakeš.
- EDS (FABOZZI, Frank J.). Handbook of finance. Volume I. Financial markets and instruments. - Hoboken : Wiley & Sons, 2008. ISBN 978-0-470-07814-3/978-0-470-04256-4
- MICHELER, Eva. The Legal Nature of Securities - Inspirations from Comparative Law (October 1, 2009). [cit. 2012-03-31]. Dostupný z www: <http://ssrn.com/abstract=1481427>.
- Zákon č. 362/2000 Sb. : Důvodová zpráva. 2000 [cit. 2012-05-30]. Sněmovní tisk č. 531/0. ASPI č. LIT33866CZ.

- Zákon č. 308/2002 Sb. : Důvodová zpráva. 2001 [cit. 2012-05-30]. Sněmovní tisk č. 1190/0. ASPI č. LIT26883CZ.
- Vyhláška č. 58/2006 Sb. : Důvodová zpráva [online]. 2006 [cit. 2012-05-30]. Dostupný z [www](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/trhy_vyporadani_a_ochrana_trhu/pravni_predpisy.html):
<http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/trhy_vyporadani_a_ochrana_trhu/pravni_predpisy.html>.
- Zákon č. 190/2004 Sb. : Důvodová zpráva [online]. 2003 [cit. 2012-05-30]. Sněmovní tisk č. 524/0, 4. volební období. Dostupný z [www](http://www.psp.cz/ff/fl/a2/6a/08.htm):
<<http://www.psp.cz/ff/fl/a2/6a/08.htm>>.
- Zákon č. 256/2004 Sb. : Důvodová zpráva [online]. 2003 [cit. 2012-05-30]. Sněmovní tisk č. 522/0, 4. volební období. Dostupný z [www](http://www.psp.cz/ff/ef/a2/6a/08.htm):
<<http://www.psp.cz/ff/ef/a2/6a/08.htm>>.
- Zákon č. 257/2004 Sb. : Důvodová zpráva [online]. 2003 [cit. 2012-05-30]. Sněmovní tisk č. 525/0, 4. volební období. Dostupný z [www](http://www.psp.cz/ff/f2/a2/6a/08.htm):
<<http://www.psp.cz/ff/f2/a2/6a/08.htm>>.
- Zákon č. 56/2006 Sb. : Důvodová zpráva [online]. 2005 [cit. 2012-05-30]. Sněmovní tisk č. 1061/0, 4. volební období. Dostupný z [www](http://www.psp.cz/ff/7d/1e/6b/08.htm):
<<http://www.psp.cz/ff/7d/1e/6b/08.htm>>.
- Zákon č. 230/2008 Sb. : Důvodová zpráva [online]. 2008 [cit. 2012-05-30]. Sněmovní tisk č. 420/0, 5. volební období. Dostupný z [www](http://www.psp.cz/ff/a1/2c/6b/08.htm):
<<http://www.psp.cz/ff/a1/2c/6b/08.htm>>.
- Zákon č. 199/2010 Sb. : Důvodová zpráva. 2009 [cit. 2012-05-30]. Sněmovní tisk č. 959/0. ASPI č. LIT35623CZ.
- Zákon č. 89/2012 Sb. : Důvodová zpráva [online]. 2011 [cit. 2012-05-31]. Sněmovní tisk č. 362/0, 6. volební období. Dostupný z [www](http://www.psp.cz/ff/ee/ac/6a/08.htm):
<<http://www.psp.cz/ff/ee/ac/6a/08.htm>>.
- Návrh zákona o zvýšení transparentnosti právnických osob a o změně dalších zákonů : Důvodová zpráva [online]. 2012 [cit. 2012-05-31]. Dostupný z [www](http://portal.justice.cz/Justice2/ms/ms.aspx?o=23&j=33&k=4978&d=321254):
<<http://portal.justice.cz/Justice2/ms/ms.aspx?o=23&j=33&k=4978&d=321254>>.

- Úřední sdělení České národní banky ze dne 20. dubna 2007 k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem.
- Giovanniniho skupina, Způsoby přeshraničního zúčtování a vypořádání v Evropské unii („*Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*”), tzv. „První Giovanniniho zpráva“, listopad 2001, Brusel
- Giovanniniho skupina, Druhá zpráva o způsobech zúčtování a vypořádání v EU („*Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*”), tzv. „Druhá Giovanniniho zpráva“, listopad 2003, Brusel
- Lamfalussyho výbor moudrých mužů, Závěrečná zpráva výboru moudrých mužů o regulaci evropských trhů s cennými papíry („*Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*”), tzv. „Lamfalussyho zpráva“, 15. února 2001, Brusel
- Legal Certainty Group, Druhá rada Legal Certainty Group, Řešení právních překážek týkajících se post-tradingových činností v EU („*Legal Certainty Group – Second Advice of Legal Certainty, Solutions to Legal Barriers relating to Post Trading within EU*”), srpen 2008.
- Návrh nařízení o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnice 98/26/ES (COM(2012) 73 final.
- Zúčtování a vypořádání v Evropské unii – Cesta vpřed („*Clearing and Settlement in the European Union – The way forward*”), COM(2004)312 final.
- Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papírech a investičních službách (zákon o cenných papírech) a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov [online]. [cit. 2012-01-31]. Dostupný z [www: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Legislativa/_UplneZneniaZakonov/Z5662001.pdf>](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Legislativa/_UplneZneniaZakonov/Z5662001.pdf).
- Schweizerische Eigenossenschaft [online]. 2011 [cit. 2012-01-22]. Fünfte Abteilung: Die Wertpapiere Dreiunddreissigster Titel: Die Namen-, Inhaber- und Ordrepapiere Erster Abschnitt: Allgemeine Bestimmungen Art. 964. Dostupné z [www: <http://www.admin.ch/ch/d/sr/220/a965.html>](http://www.admin.ch/ch/d/sr/220/a965.html).

d) Soudní rozhodnutí

- rozhodnutí Vrchního soudu v Praze ze dne 24. března 1998, sp. zn. 5 Cmo 423/97
- rozhodnutí Městského soudu v Praze ze dne 25. ledna 1999, sp. zn. 28 Ca 191/98
- rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 6. září 2000, sp. zn. 29 Cdo 901/2000
- rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp.zn. 5 Cmo 82/2004
- rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 15. listopadu 2004, sp. zn. 29 Odo 338/2004
- Nález Ústavního soudu ze dne 26. dubna 2005, sp. zn. I. ÚS 696/02
- rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 14. září 2005, sp. zn. 29 Odo 1144/2004
- rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 22. srpna 2007, sp. zn. 29 Odo 574/2006
- rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 24. června 2009, sp. zn. 29 Cdo 3197/2008
- rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 26. dubna 2011, sp. zn. 20 Cdo 2881/2009
- rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 25. ledna 2012, sp. zn. 29 Cdo 4272/2011

e) Internetové zdroje

<http://www.cnb.cz>

<http://www.mfcr.cz>

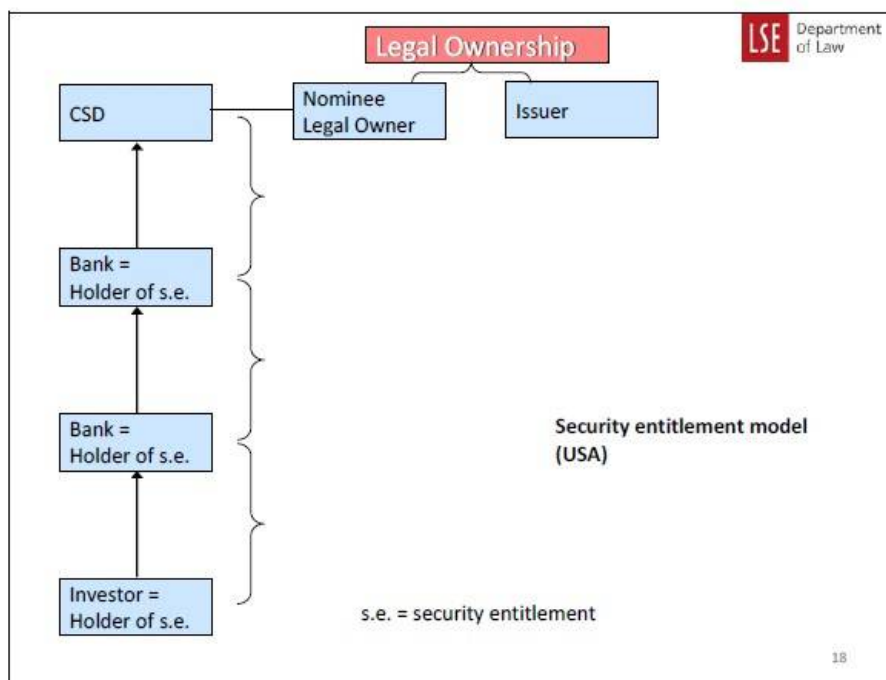
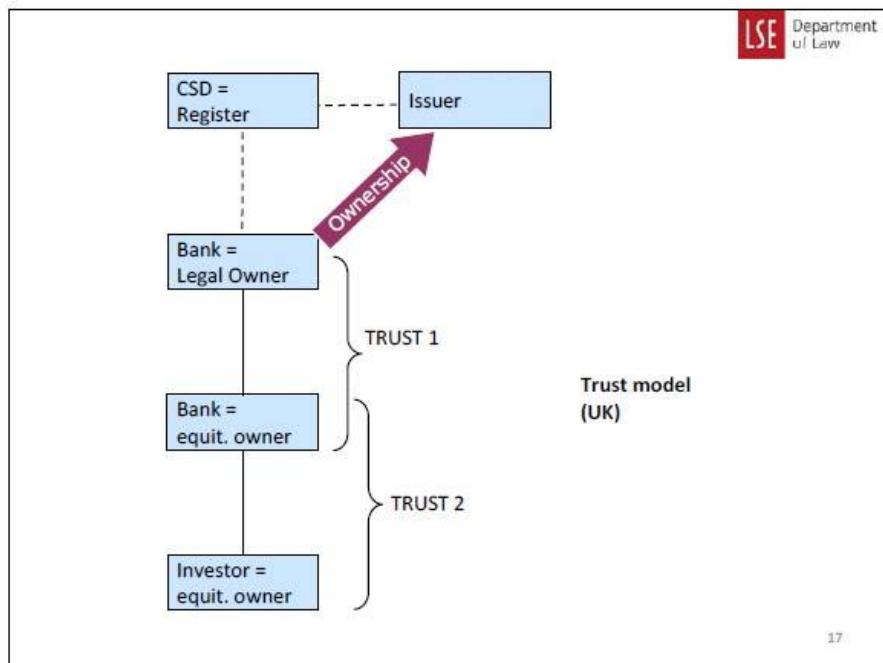
<http://www.cdcp.cz>

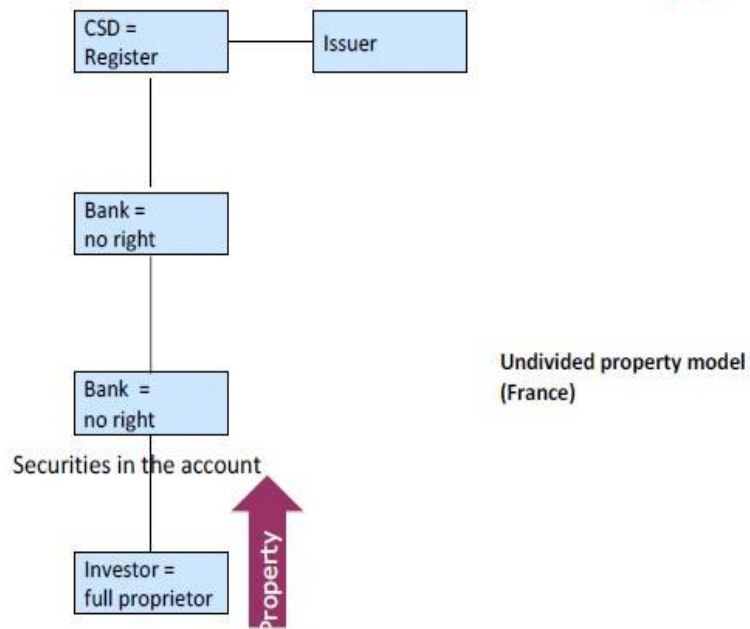
<http://eur-lex.europa.eu/cs/index.htm>

<http://www.esma.europa.eu>

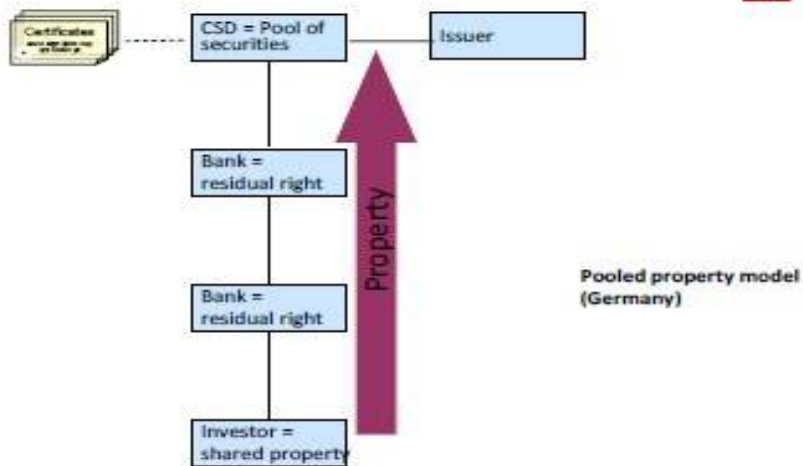
<http://ec.europa.eu>

PŘÍLOHA: PŘEHLED RŮZNÝCH MODELŮ DRŽENÍ ZAKNIHOVANÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ

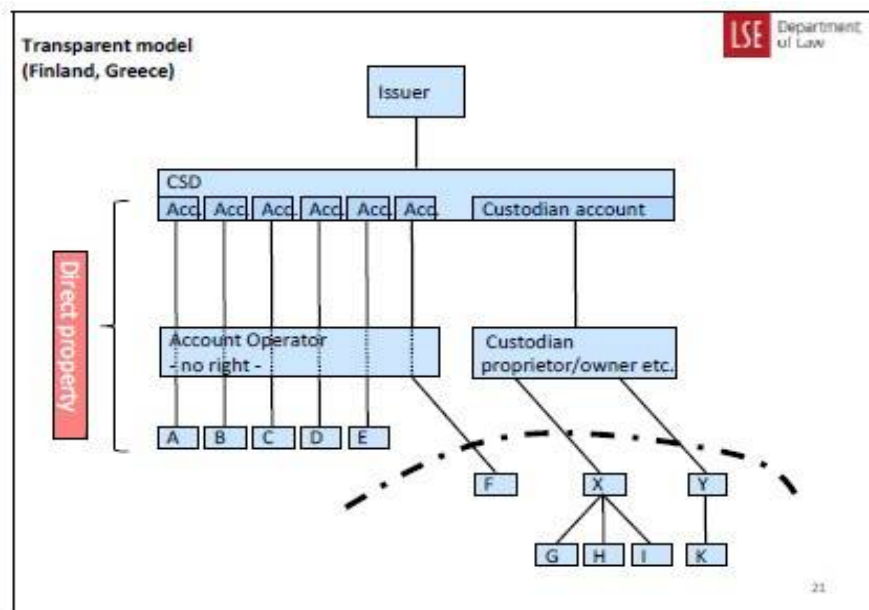




19



20



Zdroj: Workshop on Securities Law Directive (SLD) : What is in a Securities Account? [online]. Brussels. European Parliament, 2011, [cit. 2012-01-02]. Dostupný z WWW: <http://www.europarl.europa.eu/committees/en/studies.html>.

RESUMÉ

Efektivní fungování kapitálových trhů přispívá k dlouhodobému růstu ekonomiky, je proto zcela nepochybné, že kvalitní právní úprava problematiky cenných papírů a nakládání s nimi je esenciálním předpokladem pro řádné a efektivní fungování každé tržní ekonomiky. Specifická je pak situace u zaknihovaných cenných papírů. Definiční znaky zaknihovaného cenného papíru jsou takové, že se jedná o zastupitelné listiny, ve kterých je inkorporováno soukromé právo tím způsobem, že nemůže být bez této listiny uplatněno ani převedeno, přičemž tato listina je nahrazena zápisem v zákonem stanovené evidenci. Mohou být tedy vymezeny jako záznamy v (nejčastěji) elektronické evidenci, z nichž vyplývá takové subjektivní majetkové právo, které bez tohoto záznamu nemůže být uplatněno ani převedeno a s jeho zánikem zaniká. Odlišná podoba zaknihovaných cenných papírů a způsob nakládání s nimi determinuje jejich specifickou povahu a nutnost zvláštní právní úpravy na rozdíl od listinných cenných papírů. Do hry též zásadním způsobem vstupují prvky veřejnoprávní regulace institutu zaknihovaných cenných papírů, a to zejména v úpravě způsobu vedení evidence a jejího institucionálního zajištění.

Práce si klade za cíl zmapování současné úpravy *de lege lata* a aplikační praxe, tedy postihnout hlavní aspekty a teoretické i praktické problémy platné právní úpravy zaknihovaných cenných papírů a jejich institucionálního zajištění, jež zejména s ohledem na obrovský rozmach kapitálových trhů, kterého jsme svědky zvláště v posledních dvou dekádách, nabývá enormní důležitosti. Postupný příklon k zaknihování cenných papírů a odlišnosti spojené s jejich vydáváním, existencí, a nakládáním s nimi, s sebou přináší nové postupy a rizika a potřebu přizpůsobení právní úpravy cenných papírů této situaci.

První kapitola práce Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů zejména popisuje ekonomickou podstatu fungování systému finančního trhu a místo, které v tomto systému cenné papíry jako celek zaujímají. Po krátkém historickém úvodu v zájmu stanovení koncepce celé práce vymezují limity finančně právního pojetí úpravy zaknihovaných cenných papírů a prameny právní úpravy.

Druhá kapitola je již věnována zaknihovaným cenným papírům, a to i ve srovnání s jejich listinnou podobou, kterou nelze v kontextu daného pojednání opomenout. Zabývám se zde zejména problémy vymezení cenných papírů v právní úpravě a genezi právní povahy zaknihovaných cenných papírů, a poukazuji na některé praktické potíže s tím související. Vše samozřejmě v kontextu relevantní judikatury a výsledků rekodifikace soukromého práva. Za sporné považuji například vymezení zastupitelnosti cenných papírů, která je předpokladem pro možnost jejich zaknihování, určení právního statusu cenných papírů, který mj. determinuje způsob vedení příslušné evidence, nebo možnost opuštění zaknihovaných cenných papírů.

Z pojmových znaků zaknihovaných cenných papírů vyplývá, že podstatným aspektem jejich existence je vedení evidence těchto cenných papírů, která je předmětem třetí kapitoly. Ta byla v České republice na velmi dlouhou dobu předurčena politicko-ekonomickým kontextem doby počátku 90. let 20. století. Evidence zaknihovaných cenných papírů byla dle tehdy platné zákonné úpravy pouze jednostupňová a na rozdíl od většiny evropských zemí zde neexistovala instituce, která by plnila jak funkci registru cenných papírů, tak i funkci vypořádání, přičemž právě jednoduchost vypořádání obchodů s cennými papíry byla v minulosti leitmotivem pro vznik zaknihovaných cenných papírů, když jejich samotná evidence byla pouze nutným důsledkem, nikoli příčinou dematerializace.

Platná právní úprava obsažená v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu je evidencí investičních nástrojů. Kromě evidence zaknihovaných cenných papírů je tak upravena i evidence o jiných investičních nástrojích. Ne vždy však toto zákonodárce důsledně odděluje. Evidence zaknihovaných cenných papírů je vedena centrálním depozitářem, což je subjekt, který hraje klíčovou roli v procesu vypořádání obchodů s cennými papíry a umožňuje plnou dematerializaci cenných papírů, tedy jejich vydání pouhým záznamem v evidenci cenných papírů, kde se pochopitelně též zaznamenávají veškeré změny, převody a přechody cenného papíru. Zaknihování znamená, že cenný papír vůbec ve fyzické formě

neexistuje a osoba vedoucí evidenci pouze vede evidenci práv z cenného papíru vyplývajících.

Právě některými aspekty souvisejícími s činností centrálního depozitáře a rozbořem její právní úpravy se zabývám ve čtvrté kapitole. Právní úprava vícestupňové evidence a činnosti centrálního depozitáře cenných papírů obsažená v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu podstatným způsobem přispěla ke zvýšení konkurenceschopnosti českého kapitálového trhu. Navazuje však koncepčně na evidenci vedenou Střediskem cenných papírů a tvoří tak zvláštní přechod mezi jednostupňovou evidencí vedenou Střediskem cenných papírů a nepřímou držbou cenných papírů. Nesleduje však beneficianty, ekonomické vlastníky investičních nástrojů, ale právní vlastnictví investičních nástrojů. Za principiální nedostatek tak považuji absenci institutu podstatného významu, jakým je nepřímá držba cenných papírů, která zůstává českým právem opomenuta, což může komplikovat přeshraniční obchodování s investičními nástroji a brzdit rozvoj českého kapitálového trhu. Část kapitoly je věnována připravované evropské legislativě zásadního významu: návrhu Nařízení o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnice 98/26/ES. To by mělo přinést revoluční změny v podobě jednotné licence centrálních depozitářů, povinného zaknihování pro některé cenné papíry, a související možnosti emitentů zvolit si pro zaknihování emise zahraniční centrální depozitář a kolizní normy.

Poslední, pátá kapitola, se zabývá koncepčními otázkami regulace evidence cenných papírů a jejího institucionálního zajištění, a posuzuje pravomoci České národní banky při výkonu dohledu nad subjekty vedoucími evidenci investičních nástrojů, zejména centrálním depozitářem.

Klíčová slova: zaknihované cenné papíry, evidence investičních nástrojů, centrální depozitář cenných papírů

ABSTRACT

This thesis deals with the phenomenon of the uncertificated securities in the context of financial law. Proper and prudential legal regulation of the securities is considered to be key element of efficient financial markets of which the importance for the economics is systematically growing in past few decades. From the beginning, financial markets were dominated by certificated securities represented by legal fiction incorporating rights arising from the security into a certificate and considering this certificate as a tangible movable asset. In the consequence of the development of financial markets and securities trading uncertificated securities were developed to make transfers of the securities and asset management feasible.

Uncertificated securities can be defined as substitutable physical securities incorporating private rights which are prerequisite for the exercise and transfer of those rights and which are replaced by a record entered in the central register of securities, mainly central securities depositories. The form of the uncertificated securities determines the necessity of their special legal regulation taking into account their legal nature and connected legal aspects of record keeping.

The purpose of my thesis is to analyse relevant Czech legislation and highlight both theoretical and practical problems resulting from it. The accent is therefore put on analysis of legislation included in the Act No. 256/2004 Coll., Capital Market Undertaking Act. The thesis is composed of five chapters.

Chapter One describes the importance of the financial markets and role the securities play. Brief historical evolution is followed by the limits of regulation over securities by financial law and relevant sources of financial law regulation.

Second Chapter defines first the terms of securities and uncertificated securities and then deals with different aspects of uncertificated securities, such as their fundament, legal

nature, legal definition, as well as the rights connected with them and arising consequences. All this in context with historical evolution when necessary and decision-making by courts. There are explained few problematic issues connected especially with substitutability of the securities and their legal status. Also the question of innominated securities is presented.

Chapter Three analyzes record keeping of investment instruments which deals not only with uncertificated securities and how the register is maintained but also with other investment instruments such as certificated securities and derivatives. Unlike former Securities Centre the register of uncertificated securities under the Act on Undertaking on the Capital Market is composed as two-tier register in the Central Register of Securities or Separate Register of Investment Instruments.

Crucial position in record keeping of investment instruments has the Central Securities Depository which I concentrate on in Chapter Four. It is particularly key to the settlement process and establishes book entries for issues of securities. A particular issue of securities is dematerialized or immobilized within Central Securities Depository and then trades are settled between its members via electronic account entries. The membership of Central Securities Depository include financial institutions who intermediate between final investors and the central depository and act as custodians through whose accounts with the Central Securities Depository the institution may indirectly hold investor's securities but it is also possible for investors to hold accounts directly in the Central Securities Depository. Central Securities Depository also provides service to the issuer, such as maintenance of shareholder registers.

Significant part of Chapter Four is also dedicated to proposed European Regulation on improving securities settlement in the European Union and on Central Securities Depositories and amending Directive 98/26/EC. Because Central Securities Depositories are considered to be systemically important, there are number of measures laid on them. An European licence (and passport) has been retained as the best way to achieve level playing field and competition between Central Securities Depositories. Introduced right

of issuers to issue securities in the Central Securities Depositories of their choice is reinforced by an obligation that set kinds of securities must entered in book-entry form or immobilised. Besides that many of national authorisation and supervision powers are about to be devolved to ESMA.

Chapter Five is focused on necessity of proper regulation over the capital market followed by supervision of the Czech National Bank mainly over the Central Securities Depository but also over other entities providing record keeping of investment instruments.

Final Chapter summarizes the conclusions of the thesis. Attention is given to major questions raised in the thesis. Besides that I suggest that the modern concept of systems of indirect securities holding should be introduced into the Czech law. Adoption of legal rules regarding the maintenance of both owner and clients securities accounts and the establishment of a central securities depository is considered to be an important step towards the developed capital market. However the legal regulation proceed from regulation included in Securities Act and pursue legal owners not beneficial owners of the investment instruments. In the systems of indirect securities holding clients generally hold their securities through one or more intermediaries in the nominee accounts and the intermediary with whom the client has a direct relationship records the interest of the client by entries to accounts which he maintains in favour of the client. The client is not in the normal course in relationship with issuer or any other intermediary standing between the relevant intermediary and the issuer. Fundamental prerequisite is that proprietary rights to the securities are transferred to the central securities depository or other central register who act as the owner in relation to the issuer. Simultaneously the beneficial owner only has a securities entitlement – package of rights that a person who holds securities through a securities intermediary has against that securities intermediary and the property held by that securities intermediary.

Keywords: uncertificated securities, register of investment instruments, central securities depository